

Barometer

Konjunktur- und Zinsperspektiven

Volkswirtschaft und Research IKB Deutsche Industriebank AG

Dr. Klaus Bauknecht
Chefvolkswirt
+49 211 8221 4118
Klausdieter.Bauknecht@ikb.de

Dr. Carolin Vogt
+49 211 8221 4492
Carolin.Vogt@ikb.de

Eugenia Wiebe
+49 211 8221 3174
Eugenia.Wiebe@ikb.de

Deutsche Konjunktur: Zweite Infektionswelle wird Insolvenzrate deutlich ansteigen lassen **2**

Zweite Welle wird in vielen Ländern das Schlussquartal erheblich belasten • Deutsche Wirtschaft ist etwas robuster aufgrund des hohen Industrieanteils • Dennoch: Erholung bekommt klaren Dämpfer

Kapitalmärkte: Europas Erholungspfad wird flacher, und die EZB-Krisenpolitik bleibt alternativlos **4**

Anhaltende EZB-Krisenpolitik ohne bedeutende positive Impulse, aber nicht wirkungslos • EZB sichert niedriges Zinsniveau für hochverschuldeten Staats- und Privatsektor

Deutsche Wirtschaft: Strukturelle Entwicklung und die Coronavirus-Krise, ein toxischer Cocktail? **6**

Krisen verstärken ein „Fahren auf Sicht“ • Nachhaltiges Wachstum wird damit behindert • Das strukturelle sowie konjunkturelle Risiko für zunehmende Unternehmensfälle steigt

Geldpolitik: Die Glaubwürdigkeit muss im Fokus stehen **9**

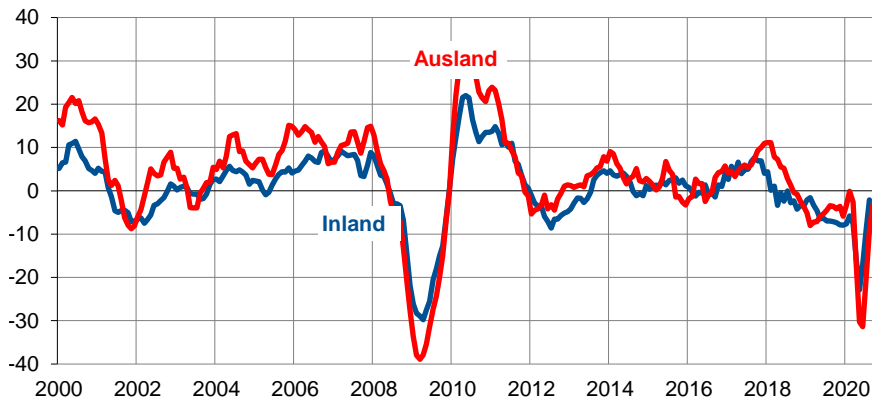
EZB verfehlt seit Jahren Inflationsziel • Neues symmetrisches Inflationsziel mag Inflationserwartungen anheben • Entscheidend ist jedoch die Glaubwürdigkeit der EZB, eine höhere Inflation sicherzustellen

Britische Wirtschaft: Wo bleibt das Brexit-Chaos? **12**

Krise ist bisher ausgeblieben • Anpassungsprozess hat bereits eingesetzt • Das Pfund ist der entscheidende Signalgeber • Lehre für die Coronavirus-Krise: Veränderungen annehmen und nicht verhindern

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



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

BIP-Wachstum

Deutschland	-5,6
Euro-Zone	-7,1
UK	-13,3
USA	-3,3
Japan	-5,2
China	1,6

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

Deutsche Konjunktur: Zweite Infektionswelle ...

Die zweite Infektionswelle bereitet schon länger Sorgen. Seit Oktober ist die Zahl der nachgewiesenen täglichen Neuinfektionen sogar höher als im Frühjahr des Jahres. Und trotz ständig neuer Gegenmaßnahmen sind Dauer und Ausmaß dieser Welle immer noch nicht abzuschätzen. Dies gilt für die gesamte Weltwirtschaft und besonders für Europa. Auch Länder wie Italien, Frankreich und Spanien ergreifen zunehmend Lockdown-Maßnahmen wie während der ersten Welle. Steht nun der europäischen und deutschen Wirtschaft ein erneuter Einbruch des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im vierten Quartal bevor, und könnte dieser ein ähnliches Ausmaß annehmen wie im zweiten Quartal?

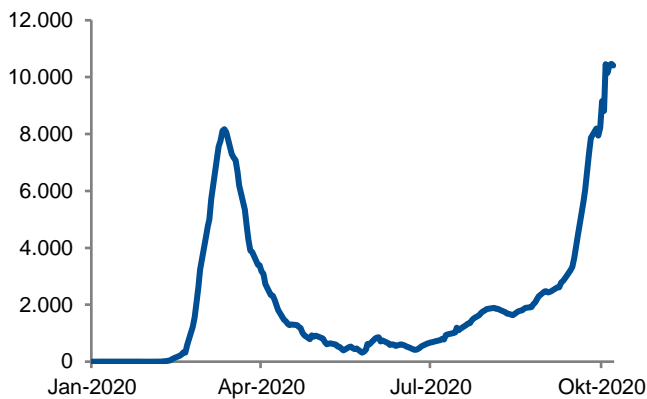
Zweifelslos wird der Erholungspfad der Volkswirtschaften aufgrund der zweiten Infektionswelle flacher verlaufen; ein erneuter BIP-Rückgang ist für viele Länder nicht auszuschließen. Fast alle Regierungen versuchen zwar, eine gewisse Normalität aufrecht zu halten und durch verschiedene Maßnahmen einen allgemeinen Lockdown zu verhindern. Doch die Risikoaversion der Verbraucher wird sich unabhängig von den die Pandemie begrenzenden Maßnahmen negativ auf Dienstleistungssektoren wie Gastronomie und Tourismus auswirken. Da diese Branchen bereits weit von ihrem Vorkrisenumsatz entfernt sind, sollte der weitere Rückgang ihrer Wirtschaftsleistung geringer ausfallen und das BIP weniger stark belasten. Allerdings wird sich die verzögerte Erholung dieser Branchen besonders negativ auf die Zahl der Insolvenzen auswirken. Denn es ist weniger die Tiefe als die Dauer einer Rezession, die für eskalierende Insolvenzzahlen sorgt. Auch ohne weitreichende Lockdown-Maßnahmen ist somit von einem nennenswerten Anstieg von Unternehmensausfällen gerade in den angesprochenen Branchen auszugehen. Für viele Unternehmen wird die Erholung zu flach verlaufen, um die Konsequenzen des Einbruchs erfolgreich abzuarbeiten. Eine Verlängerung der staatlichen Stützungsmaßnahmen ist demnach zu erwarten. Auch wird die Verschuldung von Unternehmen sowie Staaten noch höher steigen als vor der zweiten Coronawelle erwartet worden war.

Anders als während der ersten Infektionswelle verläuft die globale Konjunkturentwicklung aktuell deutlich weniger synchron. So zeigen sich vor allem asiatische Volkswirtschaften weiterhin ziemlich robust und befinden sich auf einem Erholungspfad, angetrieben vor allem von China, dessen Konjunktur- und Stimmungsindikatoren relativ stabil sind. Dies sollte die globale Industrieproduktion stützen – und damit auch den deutschen Export. So sieht es zwar für einige Dienstleistungsbranchen nach wie vor problematisch aus, das Produzierende Gewerbe hingegen erfährt zumindest in der außereuropäischen Nachfrage eine Stütze.

Die Erholung des privaten Konsums sollte hingegen flacher verlaufen als noch vor wenigen Wochen erwartet wurde. Zum einen wird die zunehmende Risikoaversion das Konsumverhalten im vierten Quartal prägen. So trübte sich bereits im Oktober das GfK-Konsumklima nach Monaten der Aufhellung wieder ein.

... wird Insolvenzrate deutlich ansteigen lassen

Deutschland: Anzahl der Neuinfektionen



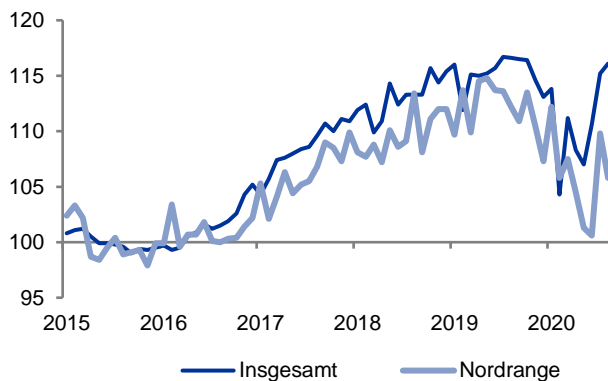
Gleitender 5-Tagedurchschnitt
Quelle: Bloomberg



Zum anderen nimmt auch in Deutschland das Risiko einer ansteigenden strukturellen Arbeitslosigkeit zu. Zwar wird die Kurzarbeiterregelung eine drastische Erhöhung kurzfristig verhindern; steigende Unternehmensinsolvenzen und eine relativ schwache Binnennachfrage werden jedoch die Arbeitslosenquote mittelfristig anwachsen lassen. Zudem belastet die verbreitete Kurzarbeit das Konsumentenvertrauen. Somit ist im vierten Quartal durchaus von einem erneuten Anstieg der privaten Sparquote auszugehen.

Das ifo Geschäftsklima von bestätigt die zunehmende Verunsicherung der Unternehmen. So hat sich die Stimmung der Unternehmen im Oktober erstmals nach fünf Monaten wieder verschlechtert. Der Index fiel um 0,7 Zähler auf 92,7 Punkte. Dabei haben sich insbesondere die Geschäftsperspektiven klar eingetrübt. Der Teil-Index sank um 2,7 Zähler auf 92,7 Punkte. Die Bewertung der aktuellen Lage fiel hingegen etwas besser aus. Hier gab es ein Plus von 1,1 Zähler auf 90,3 Punkte. So scheint die Erholung aktuell noch anzuhalten, auch wenn eine erneute Verunsicherung erkennbar ist. In den kommenden Monaten ist von einer weiteren Eintrübung bei den Erwartungen, aber sicherlich auch in der Einschätzung der aktuellen Lage auszugehen.

RWI/ISL-Containerumschlag-Index, 2015 = 100

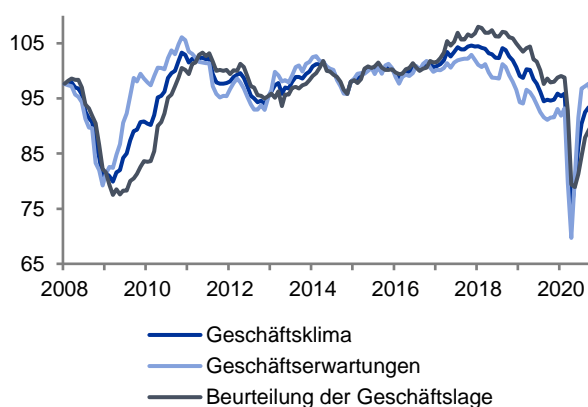


Quelle: RWI/ISL



In Zeiten hoher Unsicherheit werden häufig Szenarien für den Ausblick herangezogen. Auch aktuell könnte von einer anhaltenden, moderateren Erholung oder einem erneuten Rückgang des deutschen BIP im vierten Quartal ausgegangen werden. Doch egal ob das deutsche BIP im vierten Quartal schrumpft oder nicht, an den jährlichen Wachstumsraten für 2020 und 2021 ändert sich dadurch wenig. Dies gilt vor allem dann, wenn von einem weniger drastischen konjunkturellen Einbruch als im zweiten Quartal ausgegangen wird. Entscheidend ist vielmehr, wann beim BIP das Vorkrisenniveau wieder erreicht wird. Ein erneuter, wenn auch leichter Einbruch im vierten Quartal könnte im Vergleich zu einer anhaltenden moderaten Erholung das Erreichen des Vorkrisen-Niveaus um mindestens vier Quartale und damit bis Anfang des Jahres 2023 verschieben. Die zweite Welle der Pandemie birgt somit weniger ein Risiko für die BIP-Wachstumsrate als vielmehr für Insolvenz- und Arbeitslosenquote.

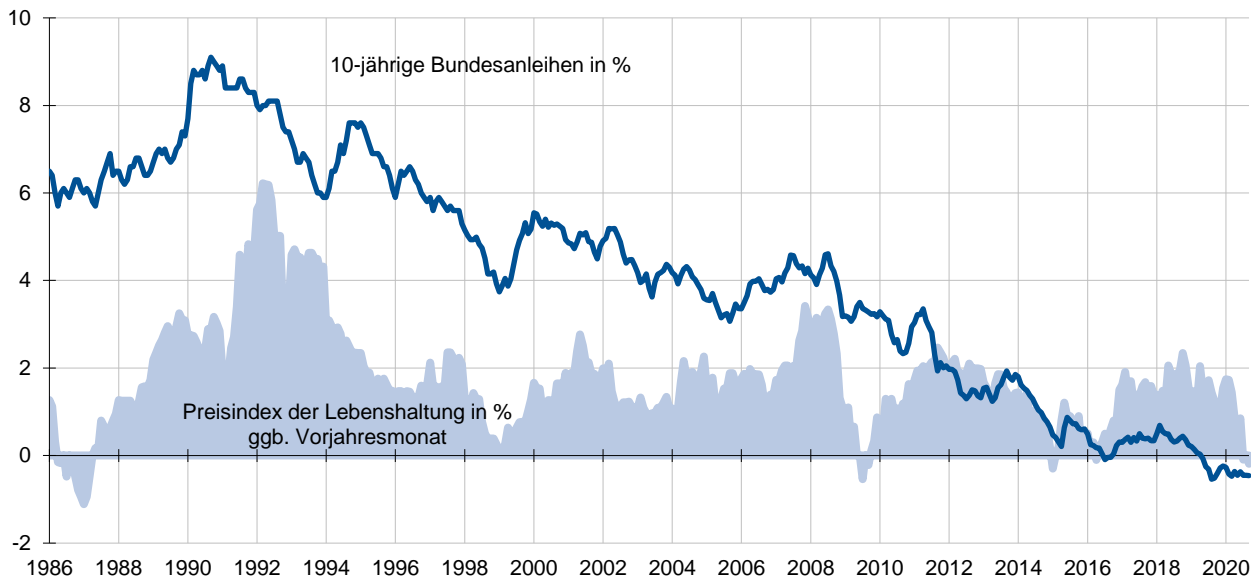
Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



kalender- und saisonbereinigt
Quelle: ifo



Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %

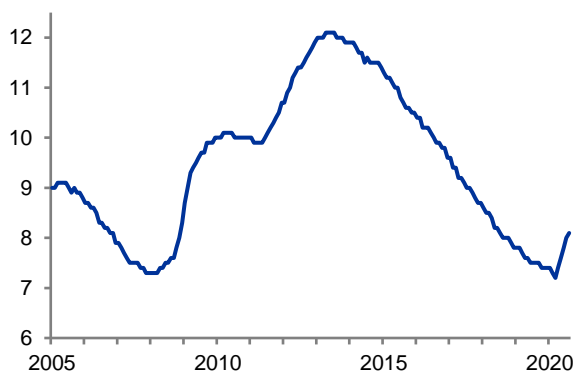


Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Europas Erholungspfad wird flacher, ...

Euro-Zone: Arbeitslosenquote in %



Kalender- und saisonbereinigte Werte
 Quellen: Eurostat

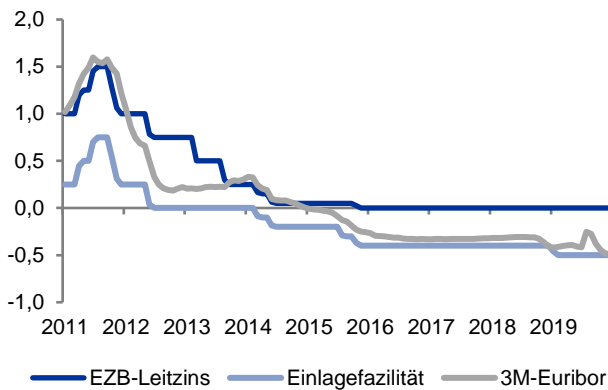


Eine zweite Corona-Infektionswelle ist über Europa hereingebrochen und forciert zunehmend politische Maßnahmen, die stark an die erste Jahreshälfte 2020 erinnern. Länder wie Spanien, Italien, Frankreich, aber auch Irland laufen deshalb Gefahr, im vierten Quartal einen erneuten BIP-Rückgang zu verzeichnen. Auch für Deutschland besteht dieses Risiko. Gleichwohl sollte das Verarbeitende Gewerbe aufgrund einer robusten Nachfrage der asiatischen Länder das deutsche Konjunkturbild im vierten Quartal stützen. Dennoch hat sich für die Euro-Zone nach positiven Entwicklungen im dritten Quartal das Konjunkturbild wieder deutlich eingetrübt.

Neue bzw. zeitlich verlängerte Stützungsmaßnahmen einzelner Regierungen sind deshalb zu erwarten – ebenso aber auch ansteigende Unternehmensinsolvenzen bzw. Marktaustritte. Zwar mögen die Revidierungen der jährlichen BIP-Wachstumswerte als eher überschaubar einzuschätzen sein. Die Gefahr für steigende Insolvenzzahlen und Arbeitslosigkeit sollte dennoch nicht unterschätzt werden. Schließlich ist es mehr die Dauer als die Tiefe einer Rezession, die für Unternehmensausfälle ausschlaggebend ist. Wie auch immer die weitere Entwicklung aussehen mag, die Erholung in der Euro-Zone sollte nun um einiges flacher verlaufen, als noch vor wenigen Monaten erwartet worden war. Dies hat zur Folge, dass das Erreichen des BIP-Vorkrisenniveau in weite Ferne gerückt ist. Anhaltende Überkapazitäten, schwache Binnennachfrage, fehlendes grundsätzliches Wirtschaftsvertrauen sowie steigende Arbeitslosigkeit werden somit noch für geraume Zeit einem möglichen Preisdruck entgegenwirken. Zwar mögen infolge einer abnehmenden globalen Spezialisierung die Kosten von Produktionsprozessen perspektivisch ansteigen. Dies dürfte sich jedoch erst mit einer effektiven Nachfragesteigerung in einem stärkeren Preisdruck widerspiegeln. So scheint für die EZB auch in den kommenden Jahren nur eine geringe Chance zu bestehen, dass sie ihr Inflationsziel nachhaltig erreichen wird. (siehe Beitrag S. 9).

... und die EZB-Krisenpolitik bleibt alternativlos

EZB-Einlagenzins, -Leitzins und 3M-Euribor in %

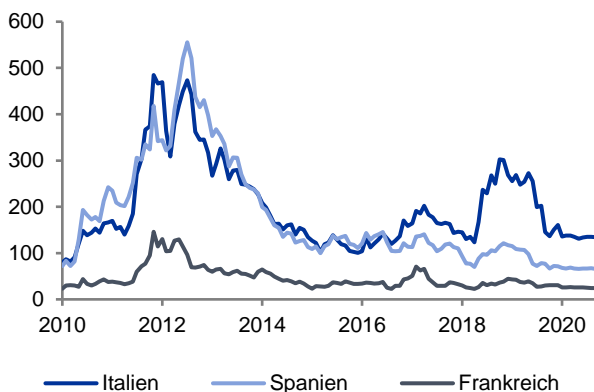


Quelle: Bloomberg



Bereits nach der Finanzkrise 2008/09 wurde häufig argumentiert, dass der geldpolitische Instrumentenkasten der EZB erschöpft sei. Doch die EZB war seitdem immer wieder in der Lage, eine „geldpolitische Schippe“ zuzulegen. Aus 0 %-Zinsen wurden im Juni 2014 negative Zinsen, aus Geldmarktinterventionen konditionale Ankaufprogramme, die inzwischen immer größere Dimensionen und immer weniger Konditionalitäten beinhalten. Und noch immer sieht die EZB Raum für mehr – selbst nach sechs Jahren negativer Zinsen. Ohne Zweifel hilft eine Politik der effektiven Liquiditätsschaffung, eine Vertrauenskrise zu überbrücken. Wie effektiv jedoch eine anhaltende Krisenpolitik ist, ist weniger klar.

Risikoprämien ausgewählter Euro-Länder in bps

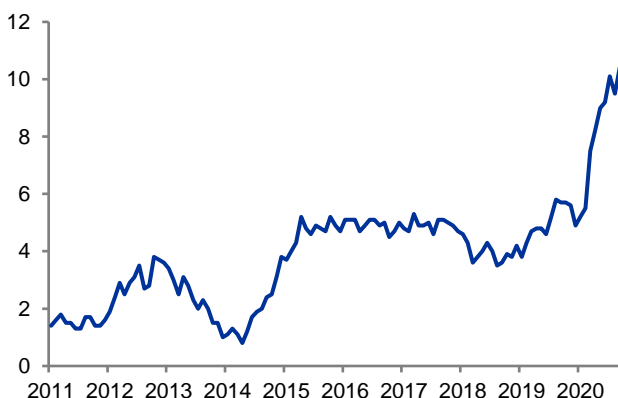


Aufschlag zehnjährige Staatsanleihen zu Bundesanleihen
Quelle: Bloomberg



Wenig Zweifel sollte aber darüber bestehen, dass eine Straffung der aktuellen Geldpolitik negative realwirtschaftliche Konsequenzen mit sich bringen würde. So setzt die aktuelle Geldpolitik zwar wenig bedeutende positive Impulse; sie verhindert aber auch klare negative Effekte und ist somit alles andere als wirkungslos. Dies gilt vor allem für ihren Einfluss auf die Fiskalpolitik. Anhaltend niedrige und negative Zinsen haben den Handlungsspielraum der Euro-Staaten gesichert bzw. ausgeweitet. Dies heißt allerdings auch, dass die Schuldentragfähigkeit vieler Euro-Staaten größtenteils von der EZB abhängig ist, was den Handlungsspielraum der europäischen Notenbank wiederum einengt. Allerdings erfüllen inzwischen die Fed, die Bank of England oder die japanische Notenbank eine ähnliche Rolle.

Euro-Zone: M3-Geldmenge, Veränderung in % YoY



Quelle: Bloomberg



Staaten sind durch die anhaltende Coronavirus-Pandemie gezwungen, ihre Schuldenquoten immer mehr auszuweiten. Ähnliches gilt für viele Unternehmen. Da es mehrere Jahre eines hohen Wirtschaftswachstums benötigt, um diese Quoten wieder zu senken bzw. eine geringere Abhängigkeit der Schuldentragfähigkeit von dem Zinsniveau zu schaffen, hat die Geldpolitik selbst mittel- bis langfristig keinen Spielraum. Eine ansteigende Inflationsrate würde dies nicht unbedingt ändern. Schließlich müsste sich die Teuerung als nachhaltig erweisen, um eine geldpolitische Reaktion zu forcieren. Angesichts der Inflationsrate der letzten 20 Jahre mag eine etwas höhere Inflation jedoch nicht unbedingt im Widerspruch zu dem EZB-Mandat stehen. Hier sind allerdings die Ergebnisse der Überprüfung der geldpolitischen Strategie der EZB und damit mögliche Änderungen ihres Mandats abzuwarten.

Deutsche Wirtschaft: Strukturelle Entwicklungen und die Coronavirus-Krise, ein toxischer Cocktail?

Fazit: Das deutsche Potenzialwachstum sollte in den kommenden Jahren deutlich sinken. Der Fokus der Wirtschaftspolitik liegt jedoch aktuell wie in den letzten Jahren vor allem auf einer kurzfristigen Krisenbekämpfung. Notwendige und langfristig angelegte Strukturreformen werden dagegen vernachlässigt. Diese sind aber für eine stärkere private Investitionsbereitschaft und eine anpassungsfähige Wirtschaft notwendig. Eine schon länger anhaltend schwache Entwicklung der Unternehmensgewinne in Kombination mit einem erneuten konjunkturellen Einbruch infolge einer zweiten Infektionswelle dürften zudem das systematische Ausfallrisiko in der deutschen Wirtschaft deutlich erhöhen.

Krisen verstärken ein „Fahren auf Sicht“, ...

Die vielen Krisen der letzten Jahre führten zu einem immer kürzeren Entscheidungshorizont. Dies gilt sowohl für die Wirtschafts- und Fiskalpolitik als auch für die Investitionsentscheidungen des Privatsektors. Die hohe wirtschaftliche Volatilität erforderte von den Unternehmen einen zunehmenden Fokus auf ihre kurzfristige Stabilisierung und hatte dabei die strategische Ausrichtung in den Hintergrund gedrängt, die angesichts der hohen Unsicherheit ohnehin schwierig zu bestimmen ist. Liquiditätssorgen dominieren die kurzfristigen Entscheidungen; für die mittlere Frist wird von Bedeutung sein, wie nachhaltig die Erholung bzw. Normalisierung eingeschätzt wird.

Die relativ schnell aufeinanderfolgenden Krisen – wie die Finanz-, Euro- oder Coronakrise – hatten bzw. haben einen nachhaltigen Einfluss auf die Investitionsentscheidungen der Unternehmen. Die Folge ist eine Investitionsdynamik, die nicht mehr Treiber des Wachstums ist, sondern die der wirtschaftlichen Entwicklung angepasst wird. Investiert wird nur, wenn es notwendig ist, und nicht um mögliche Opportunitäten zu nutzen und langfristig Zukunftstrends für das Unternehmen zu sichern. Vor diesem Hintergrund wird in der *aktuellen Gemeinschaftsdiagnose* der führenden Wirtschaftsforschungsinstitute erwartet, dass in den kommenden Jahren die Ausrüstungsinvestitionen in Deutschland ihr Vorkrisenniveau so schnell nicht wieder erreichen werden.

Abb. 1: Deutschland – Ausrüstungsinvestitionen in % zum BIP



Quelle: Statistisches Bundesamt

Aus dieser Sicht ist die von der Bundesregierung angetriebene Investitionsoffensive – vor allem in die Digitalisierung und Nachhaltigkeit – durchaus lobenswert. Hier mag sich die Coronakrise sogar als Katalysator für öffentliche Investitionsschübe vor allem in Zukunftstechnologien erweisen. In welchem Maße diese Impulse nachhaltiges Wachstum liefern, bleibt jedoch abzuwarten, da die Motivation für diese Investitionen nicht immer von Rentabilitäts- und Wachstumsperspektiven getrieben ist.

... was nachhaltige Wachstumspolitik behindert ...

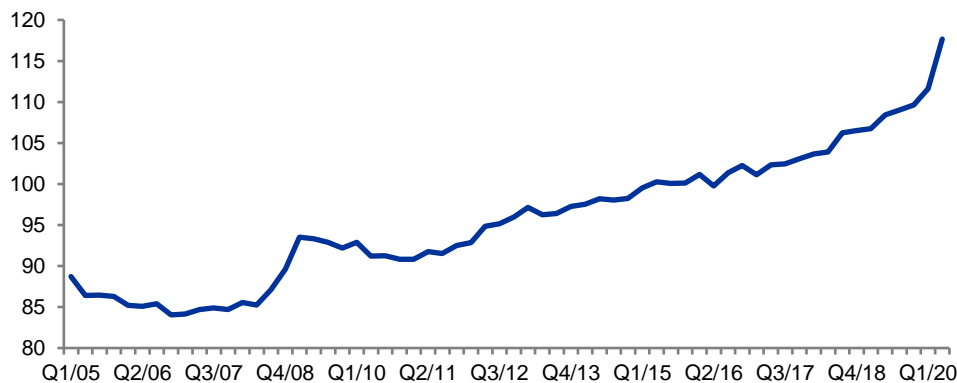
Generell hatte die öffentliche Hand in den letzten Jahren mehr die Krisenbekämpfung im Fokus, als die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft auf volatile Entwicklungen nachhaltig zu erhöhen. Kurzfristig sind in einer Krise die soziale Grundsicherung und Stabilisierungsmaßnahmen absolut notwendig, damit die Handlungsfähigkeit der Wirtschaft und der Gesellschaft erhalten bleibt. Langfristig wirken solche Maßnahmen jedoch oftmals kontraproduktiv, vor allem wenn es darum geht, die Wirtschaft in die Lage zu versetzen, die neuen

Herausforderungen anzugehen. Zwar ist eine kurzfristige Einkommensabsicherung absolut notwendig, langfristig muss aber eine Senkung der Steuerlast für die Privatwirtschaft im Vordergrund stehen.

Seit den Hartz-Reformen (2002 bis 2005) gab es in Deutschland keine bedeutenden Wirtschaftsstrukturereformen mehr. Es standen vor allem Konjunkturprogramme und soziale Maßnahmen im Vordergrund, die die Anpassungsfähigkeit der Wirtschaft, auf Krisen erfolgreich zu reagieren, eher erschwerten. Überleben mit Hilfe von Staatshilfen scheint zunehmend die Devise zu sein. Anstatt Flexibilität durch Marktanpassungen zu fördern und Marktkräfte zuzulassen, wurde in den letzten Jahren vor allem auf Staatsinterventionen vertraut. Dies zeigt die aktuelle Politik zur Kurzarbeiterregelung: Kurzfristig ist das ohne Frage ein erfolgreicher Ansatz, um die Einkommen der privaten Haushalte zu sichern und die Produktion während und nach der Krise anpassungsfähig zu halten. Die Verlängerung bis Ende 2021, unabhängig vom tatsächlichen Konjunkturverlauf, kann dagegen zu einem reinem Subventionsmodell für Lohnzahlungen verkommen (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News 14. September 2020](#)).

Reale Löhne und damit Lohnstückkosten steigen in Deutschland bereits seit längerem und verschlechtern damit die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Produktionsstandorts Deutschland. Hier ist aus struktureller Sicht eine wachstumsfördernde Zuwanderungspolitik und damit weitere Liberalisierung des Arbeitsmarktes für qualifizierte Fachkräfte erforderlich, um das Humankapital in Deutschland effektiv und ausreichend anwachsen zu lassen – mit dem Ziel, das Potenzialwachstum perspektivisch zu erhöhen.

Abb. 2: Deutschland – Lohnstückkosten, 2015 = 100



Quelle: Statistisches Bundesamt

... und das Potenzialwachstum belastet

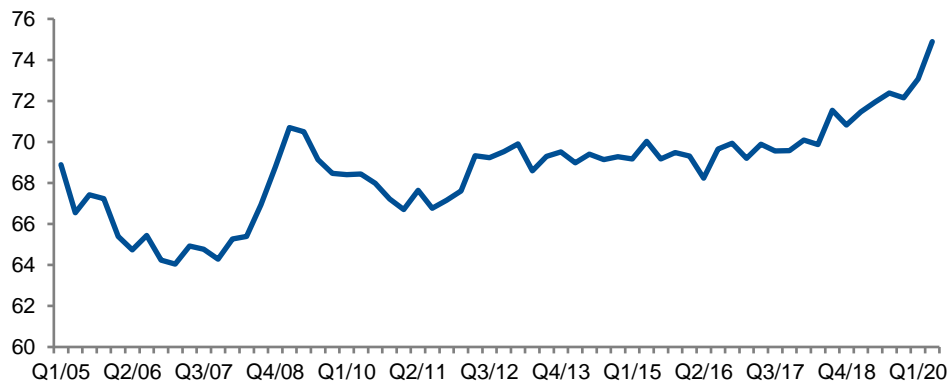
Eine zurückhaltende Investitionstätigkeit führt zu einer weniger dynamischen Akkumulation von Kapital am Produktionsstandort Deutschland. Dies wiederum belastet das Wachstumspotenzial. Um diese Dynamik zu durchbrechen, wären positive Schocks bzw. eine anhaltende Phase von überraschend starkem und vor allem stabilem Wirtschaftswachstum notwendig. Dann würde sich der wirtschaftliche Ausblick und damit das Investitionsklima wieder verbessern. Allerdings hat selbst die stabile und recht kräftige Wirtschaftsdynamik nach der Euro-Krise nicht dazu geführt, die private Investitionsdynamik in der Euro-Zone sowie in Deutschland nachhaltig zu stärken. Ein Grund dafür waren auch die anhaltend unsicheren Rahmenbedingungen. Gerade die private Investitionsdynamik und damit das Potenzialwachstum können nicht durch kurzfristige Konjunkturprogramme oder staatliche Investitionsimpulse nachhaltig gestärkt werden. Hierfür sind vor allem mehr Planungssicherheit und damit attraktive Rahmenbedingungen erforderlich.

Die aktuelle Gemeinschaftsdiagnose attestiert der deutschen Wirtschaft in den kommenden Jahren ein Potenzialwachstum von nur um oder sogar unter 1 % pro Jahr. Für die Phase 2013 bis 2018 lag die Schätzung immerhin bei fast 1,5 %. Der Grund für die Abschwächung liegt vor allem in der demografischen Entwicklung verbunden mit einer geringeren Erwerbstätigenanzahl. Ein Potenzialwachstum von um die 1 % ist deutlich niedriger als das durchschnittliche Wachstum der Weltwirtschaft, das mehr als dreimal so hoch ausfällt. Deutsche Unternehmen müssen also weiterhin globale Produktionskapazitäten aufbauen, wenn sie ihre globalen Marktanteile halten wollen.

Hohes strukturelles sowie konjunkturelles Risiko für Unternehmensausfallraten

Gemäß der Gemeinschaftsdiagnose ist die Gewinnquote des privaten Sektors (Betriebsüberschüsse und Selbstständigeneinkommen in Relation zur Bruttowertschöpfung – *Gemeinschaftsdiagnose* S. 44) in den Jahren vor der Finanzkrise deutlich angestiegen. Dies hatte sicherlich auch mit den Hartz-Reformen zu tun, die zu einem Rückgang der realen Löhne geführt hatten. Auch ist der Gewinnanteil bereits in den Jahren 2010 und 2011 wieder deutlich angestiegen, was entscheidend zu dem niedrigen Anstieg der Unternehmensinsolvenzen beigetragen haben dürfte. Das ist in der aktuellen Situation grundsätzlich anders. Die Gewinnquote ist nun schon seit Jahren rückläufig, was zuletzt verstärkt mit dem schwierigen konjunkturellen Umfeld in den Jahren 2018 und 2019 grundsätzlich auch mit den anhaltend hohen Lohnsteigerungen ohne bedeutendes Produktivitätswachstum verbunden ist. Dies hat wiederum den Arbeitnehmerentgeltanteil am Volkseinkommen deutlich steigen lassen. Lag die Gewinnquote laut Gemeinschaftsdiagnose um die 31 % vor der Finanzkrise, so hat sich diese auf ca. 22 % im Jahr 2019 reduziert.

Abb. 3: Deutschland – Arbeitnehmerentgelt in % des Volkseinkommens



Quelle: Statistisches Bundesamt

Infolge der Finanzkrise sind die Unternehmensinsolvenzen in Deutschland zwar angestiegen. Sie blieben jedoch weit unter dem Niveau, das anfänglich befürchtet wurde. Auch infolge der Corona-Pandemie wird von einer Zunahme der Unternehmensausfälle ausgegangen. Zwar haben staatliche Maßnahmen und Regeln den Unternehmen Zeit und Möglichkeiten geschaffen, die Zahlungsfähigkeit kurz- bis mittelfristig zu vermeiden. Mit der Erwartung, dass die Erholung nun doch langsamer verlaufen könnte, nimmt die Sorge zu, dass die konjunkturelle Welle nicht ausreichend stark sein könnte, um alle Boote ausreichend zu tragen. Dies gilt nicht nur für Dienstleistungsbranchen wie Tourismus und Gastronomie, sondern zunehmend auch für das Verarbeitende Gewerbe, das sich in den letzten Monaten zwar deutlich erholen konnte und so das systematische Ausfallrisiko reduziert hat, nun aber womöglich vor erneuten lokalen wie globalen Herausforderungen steht.

Geldpolitik: Die Glaubwürdigkeit muss im Fokus stehen

Fazit: Weder der historisch niedrige Inflationsverlauf noch EZB-Prognosen stützen die These, ein Inflationsziel von unter, aber nahe 2 % sei als Anker der Erwartungen zielführend. Zu betonen, dieses Inflationsziel in den nächsten Jahren überschreiten zu wollen, um die durchschnittliche Inflation auf knapp 2 % zu hieven, bringt deshalb wenig. Denn es könnte zwar helfen, das Inflationsziel wieder als Anker der langfristigen Erwartungen zu etablieren, die aktuell deutlich unter dem Ziel liegen. Doch die Notenbank muss zuerst den Beweis erbringen, die Inflationsrate ausreichend anheben zu können. Ist die Geldpolitik der EZB glaubwürdig, bedarf es keiner Überschreitung des Inflationsziels, um die Inflationserwartungen anzuheben und so die Geldpolitik effektiver zu machen.

Die Ankündigung der Fed, den Fokus ihrer Geldpolitik auf ein durchschnittliches Inflationsziel zu legen, hat auch in der Euro-Zone zu reger Diskussion geführt – vor allem, weil die EZB sich gerade im Prozess einer strategischen Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie befindet. Da sich die Inflation unter dem gewünschten Niveau befindet, könnte die Entscheidung der Fed auch als ein Signal für eine noch länger unterstützende Geldpolitik interpretiert werden, bei dem die US-Notenbank langfristig eine Inflation über ihrer angestrebten Zielmarke toleriert bzw. anstreben würde, um den gewünschten Durchschnittswert zu erreichen. Diese Argumentation kann auch auf die Euro-Zone übertragen werden. Wie könnte eine explizite Betonung auf den Inflationsdurchschnitt die Geldpolitik in der Euro-Zone verändern?

Inflationsziel benötigt symmetrische Geldpolitik

Grundsätzlich benötigt jedes Inflationsziel einen symmetrischen Inflationsverlauf, da sonst der langfristige Durchschnitt nicht dem Ziel entsprechen kann. Der Gedanke eines durchschnittlichen Inflationsziels ist somit eng verbunden mit dem Gedanken der Symmetrie. Doch benötigt eine Unterschreitung immer eine Überschreitung der Zielgröße und umgekehrt, damit das Ziel grundsätzlich glaubwürdig bleibt? Nein. Es geht vielmehr um den effektiven Einfluss der Geldpolitik auf den Inflationsprozess. Im Falle von Über- und Unterschreitungen muss die Notenbank dafür sorgen, dass ihr geldpolitischer Einfluss auf die Wirtschaft und den Inflationsprozess ausreicht, um einen glaubwürdigen Pfad hin zum Inflationsziel sicher zu stellen. Auch ist die hierfür nötige Zeitspanne nur soweit von Bedeutung, als sie die Glaubwürdigkeit der Notenbank infrage stellen könnte. Ob die Inflationsrate am Ende zum Ziel konvergiert oder erst einmal überreagiert, ist zweitrangig.

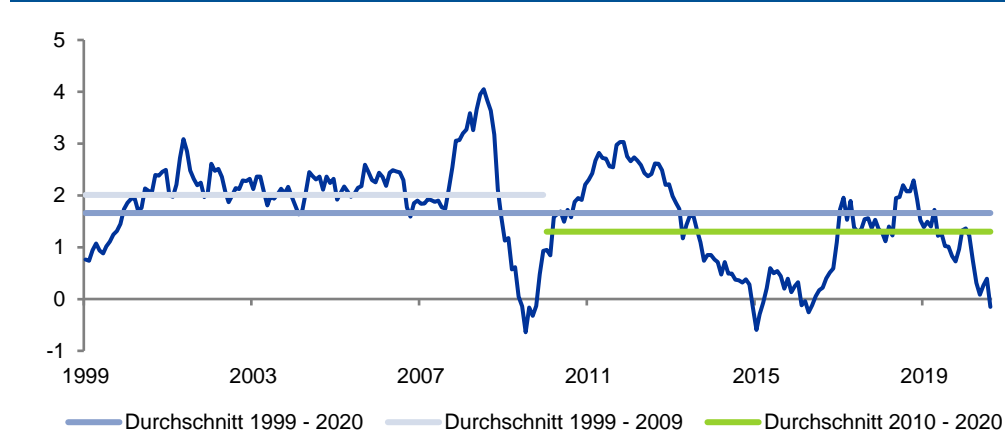
Doch was bedeutet ein Fokus auf eine durchschnittliche Inflationsrate? Ist das Inflationsziel gesetzt und sollen Inflationserwartungen rund um dieses Ziel verankert sein, so muss die Notenbank notgedrungen eine durchschnittlich stabile Inflation sicherstellen. Kritisch wird es, wenn die Inflation über einen längeren Zeitraum vom Ziel abweicht. Hier stellt sich die Frage, was die Glaubwürdigkeit mehr erhöht, eine Übertreibung, um die durchschnittliche Inflationsrate wieder dem grundsätzlichen Ziel anzupassen, oder eine Betonung des Inflationsziels, was keinen Raum für Überreaktionen lässt. Entscheidend für Erwartungen und die Glaubwürdigkeit der Notenbank ist jedoch weniger, welches Ziel kurz und mittelfristig gestellt wird, sondern eher, welche Inflationsrate eintreten wird bzw. rückblickend eingetreten ist. Konvergiert die Inflation zum Ziel oder überreagiert sie – beides sind Korrekturmechanismen und Prozesse hin zu einem glaubwürdigen Inflationsziel.

Inflationsziel benötigt grundsätzlich stabilen Inflationsverlauf

Eine Inflationsrate, die konsistent mit dem Inflationsziel ist, muss eine stabile, bzw. statistisch gesehen, stationäre Zeitreihe sein, sodass der Durchschnitts- oder Erwartungswert dem offiziellen Inflationsziel entspricht. Erwartungen, die sich an der eingetretenen Inflationsrate orientieren, würden dann das Inflationsziel bestätigen und die Notenbank wäre erfolgreich darin, Inflationserwartungen rund um ihr Ziel zu verankern bzw. ihre Glaubwürdigkeit zu festigen. Das Ziel einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2 % oder ein Inflationsziel von 2 % unterscheiden sich in ihren Auswirkungen auf die Geldpolitik eher wenig. In beiden Fällen muss die Notenbank die effektive Inflationsrate statistisch stabil halten, sodass Erwartungen durch den Durchschnitt bzw. das Inflationsziel bestätigt werden. Ist die Notenbank glaubwürdig, so ist auch eine temporäre Abweichung vom Inflationsziel unkritisch. In diesem Fall orientieren sich Erwartungen an die Notenbank und damit an die Zukunft eher am historischen Inflationsverlauf. Umgekehrt gilt: Weicht der historische Durchschnitt vom Inflationsziel ab, so muss die Notenbank durch ihre Geldpolitik umso entschiedener ihre Glaubwürdigkeit betonen bzw. wiederherstellen.

Jean-Claude Trichet hat in seiner Zeit als EZB-Präsident immer wieder betont, die durchschnittliche Inflationsrate in der Euro-Zone komme dem Ziel der EZB gleich. Er wertete zurecht die durchschnittlich eingetretene Inflationsrate als Maßstab für den Erfolg der Geldpolitik. In den Jahren 2000 bis 2010 lag die Inflationsrate bei rund 2 % und stimmte damit mit dem Ziel der Preisstabilität überein. Erwartungen, die auf dem Inflationsziel der EZB basierten, waren also rational in dem Sinne, dass diese keinen systematischen Fehler beinhalteten, der einen Anpassungsprozess bei den Erwartungen erforderte. In der Praxis mag der Durchschnitt der Inflationsrate über einen bestimmten Zeitraum von dem langfristigen Ziel abweichen. Je größer die Abweichungen und je länger der Pfad zurück zur Zielgröße der Notenbank sind, desto weniger ist das Inflationsziel als kurz- und mittelfristige Orientierungsmarke geeignet. Sind die Abweichungen so signifikant, dass der Erwartungswert der Inflationsrate nicht mehr dem Inflationsziel der Notenbank entspricht, sind langfristige Erwartungen betroffen und es ergibt sich ein Glaubwürdigkeitsproblem für die Notenbank, was ihre geldpolitische Effektivität reduziert.

Abb. 1: Inflationsrate in der Euro-Zone, in % zum Vorjahr



Quellen: Eurostat, IKB

Inflationsziel der EZB ist kein Anker für Erwartungen

Die Märkte haben die Diskussion über ein durchschnittliches Inflationsziel dahingehend interpretiert, dass mehr Raum für eine expansive Geldpolitik gegeben ist. Dies ist Folge einer Inflationsrate, die jahrelang niedriger war als das Inflationsziel. Während Jean Claude Trichet für seine Ägide von einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2 % berichten und dies als Erfolg der EZB werten konnte, gilt dies für den Zeitraum zwischen den Jahren 2010 und 2020 ebenso wenig wie für den gesamten Zeitraum, seitdem die EZB das Mandat der Preisstabilität im Euro-Raum hat. Die Inflationsrate für den Zeitraum 2010 bis 2020 lag bei 1,3 %, der Durchschnitt seit dem Jahr 2000 bei 1,6 %. Die EZB hat also über ihre gesamte Zeit als europäische Notenbank eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % oder knapp darunter nicht erreicht.

Fehlende historische Belege erschweren, die Glaubwürdigkeit der EZB zu beurteilen und geben der aktuellen Geldpolitik eine womöglich überzogene Bedeutung. Doch die EZB erwartet auch für die nächsten Jahre eine Inflationsrate deutlich unter ihrer Zielmarke. Selbst für das Jahr 2022 wird eine Inflationsrate von „nur“ 1,3 % prognostiziert, auch wenn diese leicht nach oben angepasst wurde. Während dies einerseits als ein Signal für eine anhaltend unterstützende Geldpolitik gesehen werden kann, ist solch eine Prognose im Kontext der historischen Inflationsraten wenig hilfreich, um die Glaubwürdigkeit des Inflationsziels zu erhöhen. Denn die EZB bestätigt auch für die kommenden Jahre die seit dem Jahr 2010 geltende durchschnittliche Inflationsrate von 1,3 %. So verfolgt die EZB aktuell eine Geldpolitik, die auch in den kommenden Jahren genau das manifestiert, was in den letzten 10 bzw. 20 Jahren gegolten hat: Eine Inflationsrate, die deutlich niedriger ist als das definierte Ziel. In diesem Zusammenhang kann das Inflationsziel auch weiterhin nicht als glaubwürdiger und vor allem robuster Anker für Inflationserwartungen gesehen werden.

Glaubwürdigkeit der Notenbank entscheidend

Die Inflationserwartungen in der Euro-Zone sind schon länger zurückgegangen – durchaus berechtigt, wenn man die eingetretene Inflationsrate zugrunde legt. Das hat dazu geführt, dass der reale Zins anstieg und so die Geldpolitik ungewollt gestrafft hat. Fokussiert sich die EZB künftig auf den Inflationsdurchschnitt, was bedeutet, dass die Inflationsrate in den nächsten Jahren auf über 2 % steigen muss, so mag dies die Inflations-

erwartungen anheben und so den realen Zinssatz senken. Entscheidend ist jedoch, wie glaubwürdig die Notenbank vermitteln kann, die Inflationsrate über mehrere Jahre über dem Niveau von 2 % halten zu können, wenn sie in den letzten Jahren nicht einmal in der Lage war, den Durchschnitt auf über 1,5 % anzuheben. Eine nachvollziehbare Anhebung der Inflationsprognosen wäre ein Anfang. Ob sich die EZB auf eine durchschnittliche Inflation von 2 % und damit ein kurzfristiges Ziel darüber fokussieren sollte, ist weniger von Bedeutung. Wichtiger ist, dass sie eine Geldpolitik betreibt, die mit dem Inflationsziel konsistent sein sollte. Nun ist der Transmissionsmechanismus der Geldpolitik relativ lang, was durchaus eine Abweichung des Ziels über einen gewissen Prognosehorizont zulassen sollte. Für eine Inflationsprognose für das Jahr 2022 von deutlich unter 2 % mag dies allerdings weniger gelten. Denn die EZB bestätigt damit, selbst nicht daran zu glauben, das Inflationsziel zumindest am Prognosehorizont wieder erreichen zu können. Wie will die EZB dieses Mal eine andere Inflationsdynamik sicherstellen als in den letzten 10 Jahren? Bisher hat sie das nicht glaubwürdig darstellen können. Und mit fehlender Glaubwürdigkeit ist jegliche Diskussion über eine mögliche Anpassung des Inflationsziels überflüssig.

Britische Wirtschaft: Wo bleibt das Brexit-Chaos?

Fazit: Das Brexit-Referendum hat vor 4 Jahren Fakten geschaffen. Doch der oftmals proklamierte wirtschaftliche Einbruch Großbritanniens hat bis dato nicht stattgefunden und sollte auch im Falle eines harten Brexits nicht so stark ausfallen, wie oftmals vermutet.

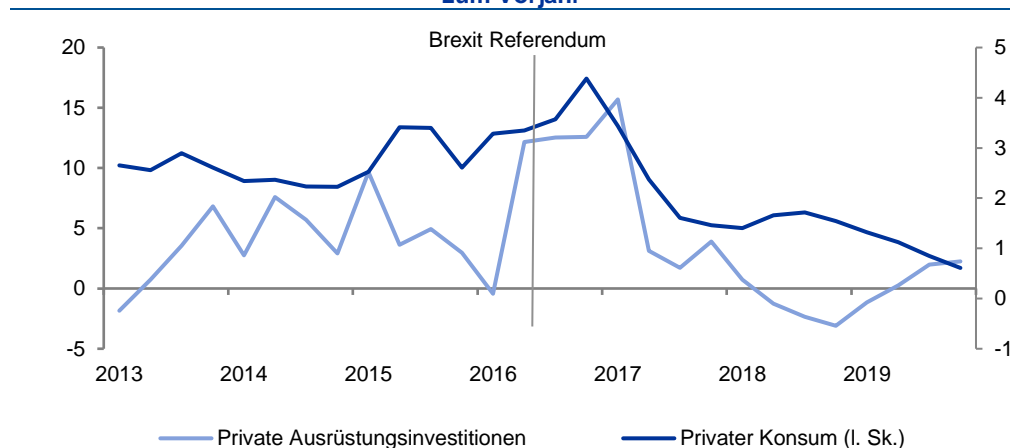
Denn der notwendige Anpassungsprozess der britischen Wirtschaft hat schon lange begonnen, angetrieben von der nun schon 4 Jahre anhaltenden Schwäche des britischen Pfunds. Angebotsseitig dämpft die Abwertung den Einfluss von Zöllen auf britische Exporte und stärkt damit die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des Investitionsstandortes Großbritannien. Nachfrageseitig führt die Abwertung zu einer Anpassung des Lebensstandards der britischen Bevölkerung; das reale Einkommen und damit der Konsum wachsen nicht mehr so dynamisch. Das wäre wiederum notwendig, um die durch die Abwertung gewonnenen Wettbewerbsvorteile nachhaltig zu sichern.

So mag ein No-Deal-Brexit die britische Wirtschaft kurzfristig belasten. Die mittelfristige Entwicklung wird jedoch weniger kritisch verlaufen.

Krisen sind ausgeblieben, der Anpassungsprozess hat begonnen

Im Juni 2020 waren 4 Jahre seit dem Brexit-Referendum vergangen. Damals hatten fast alle Volkswirte infolge des „Yes“ einen deutlichen Einbruch der britischen Konjunktur vorausgesagt. Auch bezüglich des mittelfristigen Wachstums bestand der generelle Konsens, die britische Wirtschaft werde einen deutlich niedrigeren Wachstumspfad einschlagen. Doch der erwartete Einbruch ist trotz der anhaltenden wirtschaftlichen und politischen Unsicherheit bis dato ausgeblieben. Zwar war das BIP-Wachstum der letzten 4 Jahre mit durchschnittlich 1,6 % geringer als in den Jahren davor; ein wirtschaftlicher Einbruch sieht aber anders aus. Es handelt sich eher um einen graduellen Anpassungsprozess in der wirtschaftlichen Dynamik. Grund für das niedrigere Wachstum ist in erster Linie das rückläufige private Konsumwachstum. Dies wiederum ist nicht zuletzt auf die steigende Inflationsrate infolge der Abwertung des britischen Pfund und das damit zusammenhängende sinkende reale Einkommen zurückzuführen. Auch die privaten Ausrüstungsinvestitionen zeigen ein niedrigeres Wachstum, was mit dem generell niedrigeren BIP-Wachstum zusammenhängt. Der Brexit-Prozess hat also erste Anpassungsdynamiken in Großbritannien eingeleitet. Ein Einbruch bei den privaten Investitionen aufgrund der anhaltenden Unsicherheit über die finale Ausgestaltung des Brexits hat bis dato jedoch ebenfalls nicht stattgefunden.

Abb. 1: Privater Konsum und private Ausrüstungsinvestitionen, Veränderung in % zum Vorjahr



Quellen: ONS, IKB-Berechnung

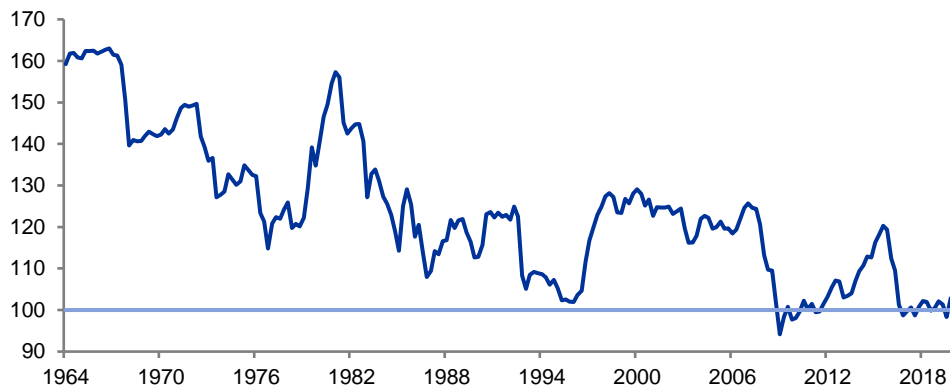
Das britische Pfund als entscheidender Signalgeber

Das Brexit-Referendum – und die daraus resultierende britische Geldpolitik – haben zur Abwertung des Pfund geführt. Abgesehen von einer kurzen Zeit während der Finanzkrise war das britische Pfund in den letzten 55 Jahren nie so schwach wie seit dem Jahr 2016. Diese Schwäche hält nun schon seit 4 Jahren an, was zu einer bedeutenden geldpolitischen Stimulierung und zu anhaltenden preislichen Wettbewerbsvorteilen Großbritanniens geführt hat. Seit dem dritten Quartal 2016 ist das Pfund preisbereinigt durchschnittlich um effektiv 12 % schwächer als zwischen den Jahren 1990 und 2016. Gegenüber dem durchschnittlichen Euro/Pfund-

Devisenkurs der Jahre 2000 bis 2016 beträgt die Abwertung seitdem sogar fast 20 %, wobei das Pfund bereits nach der Finanzkrise eine Schwäche gegenüber dem Euro gezeigt hat.

Im Gegensatz zu vielen preisbereinigten effektiven Devisenkursen, die sich über die Zeit als eher stabil erweisen, lässt sich beim britischen Pfund ein stabiler Abwertungstrend statistisch bestätigen. Dies stärkt die These, dass die Abwertung und der dadurch erzeugte preisliche Wettbewerbsvorteil durchaus nachhaltig sein könnten.

Abb. 2: Preisbereinigter effektiver Wechselkurs von Großbritannien (Rückgang bedeutet Abwertung), Index 2010=100



Quelle: BIS

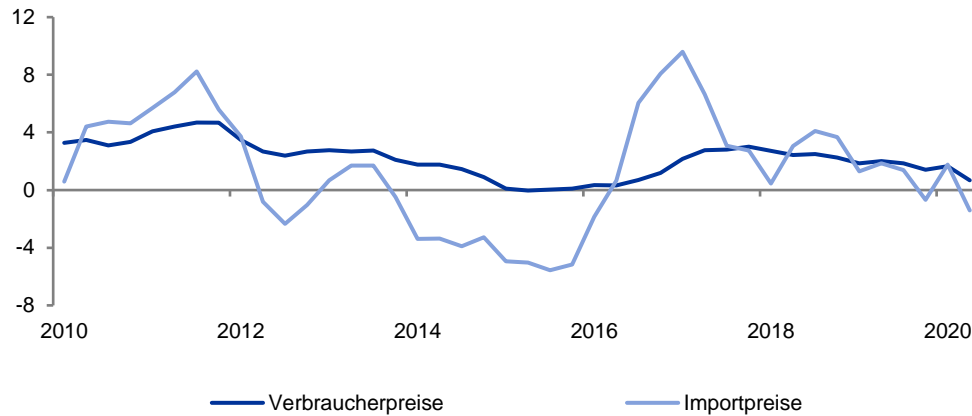
Die Abwertung dämpft die negativen Konsequenzen aus möglichen Zollerhebungen und höheren Transaktionskosten infolge eines No-Deal-Brexit. Ohne Abkommen wird die EU ihre Zölle für Großbritannien auf Grundlage der WTO-(Welthandelsorganisation)Regeln erheben. Diese liegen für Nicht-Agrarprodukte im Durchschnitt bei knapp unter 3 %. Autos würden allerdings mit 10 % belastet werden. Dennoch wird die im Jahr 2016 gestartete und immer noch anhaltende Abwertung des Pfunds mehr als ausreichen, um den preislichen Wettbewerbsverlust infolge von Zollerhebungen gegenüber der EU und anderen Ländern, deren Handel unter die WTO fällt, zu kompensieren. Großbritannien als internationaler Produktionsstandort sollte somit kaum von den Auswirkungen des Brexit betroffen sein. Da es sich um eine anhaltende reale Pfund-Abwertung handelt, haben lokale Preise und damit auch Löhne bis dato nur begrenzt auf die Abwertung und steigende Importpreise reagiert. Beim britischen Konsumenten dürfte die Abwertung zu einem niedrigeren Konsumniveau sowie -wachstum und damit perspektivisch auch zu einem niedrigeren Lebensstandard führen. Ein steigendes Produktivitätswachstum könnte dem perspektivisch entgegenwirken, ohne die Vorteile der Abwertung durch eine steigende Inflation zu verwässern.

Wirtschaftlicher Einfluss: das Pfund als Treiber und Dämpfer der Brexit-Auswirkungen

Doch wie bedeutend ist das Pfund für die britische Wirtschaft bzw. den britischen Export? Nicht überraschend ist der Devisenkurs ein statistisch signifikanter Einflussfaktor für britische Importe wie Exporte – eine Erkenntnis, die für die meisten Länder gilt. Doch für eine Volkswirtschaft, deren Offenheitsgrad vor Corona bei über 60 % lag, spielt der Devisenkurs auch eine entscheidende Rolle im Inflationsprozess. So ist die Inflationsrate infolge der Abwertung des britischen Pfunds im Jahr 2017 deutlich angestiegen, während die Importpreis-inflation in den Jahren vor der Abwertung negativ war.

Langfristig beeinflusst ein internationaler preislicher Wettbewerbsvorteil das Investitionsverhalten und damit den Wettbewerbsstandort Großbritannien. In der Vision von Theresa Mai, die nach dem Referendum von einem Aufbruch der britischen Industrie sprach, sollte ein schwaches Pfund deshalb sicherlich eine wichtige Rolle spielen. Da das schlimmste Szenario – ein Handel nach WTO-Regeln – bekannt ist und die Abwertung des Pfund nachhaltig zu sein scheint, sind klare Anreize für export-orientierte Investitionen geschaffen und das Argument „anhaltender Unsicherheit belastet den Standort Großbritannien sind womöglich“ immer weniger zutreffend. Dies könnte ein Grund dafür sein, dass private Investitionen seit dem Referendum nur einen geringen Rückgang erlebt haben.

Abb. 3: Verbraucher- und Importpreise, Veränderung in % zum Vorjahr

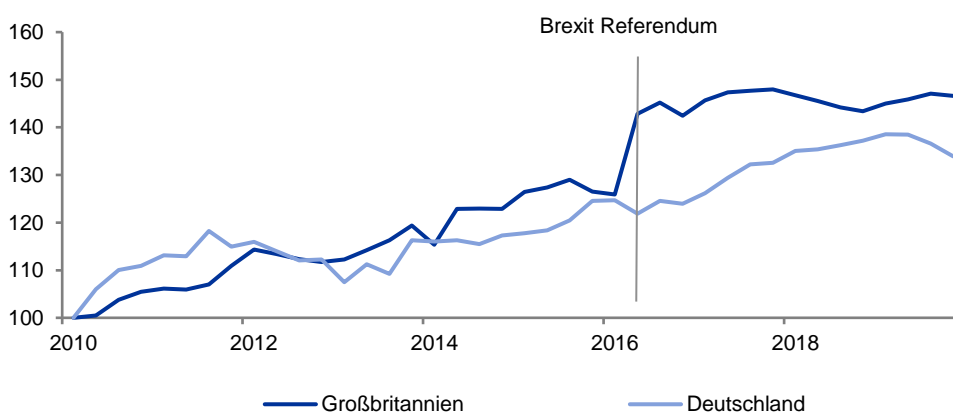


Quellen: ONS, IKB-Berechnung

Empirische Analysen der IKB bestätigen, dass die Abwertung und anhaltende stabile Schwäche des Devisenkurses die privaten Investitionen in Großbritannien seit dem Jahr 2016 gestützt haben. Wäre der Devisenkurs bei seinem Niveau geblieben und hätte nicht um rund 16 % abgewertet, so läge das durchschnittliche Wachstum der privaten Investitionen rund 1 Prozentpunkt niedriger. Da die Abwertung Exporte fördert bzw. Importe dämpft, wäre ohne die Abwertung auch das BIP-Wachstum geringer, was die Investitionen zusätzlich belasten würde. Die relativ stabilen privaten Unternehmensinvestitionen resultieren also teilweise aus der Abwertung des Pfund und den dadurch gewonnenen Wettbewerbsvorteilen.

Eine Abwertung sorgt nicht für höhere Produktivität und damit für langfristiges Wachstum. Vielmehr setzt sie einerseits die lokale Kaufkraft unter Druck und sorgt andererseits für preisliche Wettbewerbsvorteile. Für eine Neuausrichtung der britischen Wirtschaft nach dem Brexit scheinen beides notwendige Maßnahmen zu sein. Die Angebotsseite profitiert davon langfristig, vor allem wenn flexible Löhne eine Aufwertung des Pfund durch Inflation verhindern. Die Nachfrageseite hat in solch einem Szenario allerdings das Nachsehen, da realer Lohndruck die Binnennachfrage belastet. Industrie und Wirtschaft müssen sich neu ausrichten, um Wachstumsimpulse zu generieren. Der britische Konsument hingegen muss sich kurz- bis mittelfristig auf einen geringeren Lebensstandard einstellen. Der Devisenkurs hat den notwendigen Anpassungsprozess eingeleitet – im positiven wie im negativen Sinne.

Abb. 4: Private reale Ausrüstungsinvestitionen, Index 2010=100



Quellen: ONS, destatis, IKB-Berechnung

Lehren von Brexit für die Corona-Krise – Veränderungen annehmen und nicht verhindern

Die letzten 4 Jahre zeigen anhand der britischen Wirtschaftsentwicklung, dass worst-case-Szenarien kaum stattfinden können, wenn sich eine Volkswirtschaft durch veränderte Preise anpassen kann. Krisen und darauf reagierende Marktsignale setzen einen Anpassungsprozess in Gange, der zwar kurzfristig die Wirtschaft belasten mag, langfristig jedoch eine Verhaltensänderung einleitet. Dies ist auch eine wichtige Lektion für die aktuelle Coronakrise. Die durch einen wirtschaftlichen Einbruch und anhaltende Unsicherheit induzierte

Verhaltensänderung wird zu einer „neuen“ Normalität führen und nicht zu anhaltend niedrigem Wachstum führen. Entscheidend ist, wie flexibel eine Volkswirtschaft ist und wie unternehmerisch die wirtschaftlichen Akteure handeln. Ausschlaggebend ist auch, dass nicht eine Rückkehr zur „alten“ Normalität im Fokus stehen darf. In einer Krise ist das natürlich eine Herausforderung. Denn auf der einen Seite gilt es, Implikationen der Krise abzumildern. Auf der anderen ist aber auch eine schnelle Transformation sicherzustellen. Die Verlängerung des Kurzarbeitergelds bis Ende 2021 zeigt, wie es eher nicht gemacht werden sollte (siehe [IKB-Kapitalmarkt-News vom 14. September 2020](#)).

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%	-5,6%	5,1%
Euro-Zone	1,9%	1,3%	-7,1%	6,4%
UK	1,3%	1,4%	-13,3%	5,7%
USA	3,0%	2,2%	-3,3%	7,1%
Japan	0,3%	0,8%	-5,2%	3,8%
China	6,7%	6,2%	1,7%	8,4%

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

	2018	2019	2020P	2021P
Deutschland	1,7%	1,4%	0,6%	1,1%
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 %

	29. Okt.	Ende 2020	in 9M	Ende 2021
3M-Euribor	-0,51	-0,48	-0,48	-0,47
3M-USD-Libor	0,22	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,62	-0,45	-0,44	-0,45
10-Jahre U.S. Treasury	0,78	0,66	0,69	0,70

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	29. Okt.	Ende 2020	in 9M	Ende 2021
EUR/USD	1,17	1,19	1,14	1,13
EUR/GBP	0,90	0,91	0,93	0,93
EUR/JPY	122	127	125	123
EUR/CHF	1,07	1,08	1,08	1,08
EUR/HUF	369	356	347	344
EUR/CZK	27,4	27,1	26,7	26,5
EUR/TRY	9,76	9,32	9,40	9,80
EUR/PLN	4,63	4,44	4,30	4,28
EUR/RUB	93,3	91,0	88,0	88,9
EUR/MXN	25,1	25,7	24,5	24,6
EUR/ZAR	19,3	19,4	19,0	19,5
EUR/CNY	7,87	7,97	7,70	7,67
EUR/CAD	1,56	1,56	1,50	1,49
EUR/AUD	1,66	1,63	1,56	1,55

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

Oktober 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