

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: Optimistische Wachstumserwartungen bekommen Rückenwind **2**

Überraschend frühe Stimmungsaufhellung der Unternehmen • Deutsche Industrie schlägt sich nach wie vor wacker • Starke Erholung in China stützt • Exponentiell steigende Impfquoten sind Grundlage für kräftige Erholung ab dem Sommer

Kapitalmärkte: Nominale Bundrenditen werden steigen, doch ob dies auch für einen nachhaltigen Inflationsanstieg gilt, bleibt abzuwarten **4**

Zunehmende Inflationserwartungen und der positive Konjunkturausblick lassen Langfristrenditen zulegen • EZB wird bisherige Strategie anpassen müssen • Aber nachhaltiger Inflationsschub im Sinne einer Lohn-Preis-Spirale ist nicht auszumachen • Verhaltene Nachfrageseite und Offenheit der Euro-Zone wirken dämpfend auf Inflation

Euro-Zone nach Corona: Bremsen die hohen Schuldenquoten eine nachhaltige Erholung? **6**

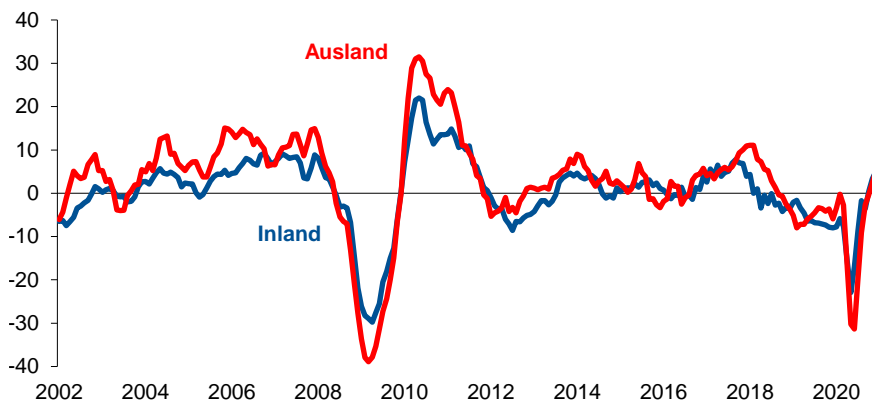
Steigende Schuldenquoten benötigen keine kurzfristige konjunkturbelastende Konsolidierungspolitik • Niedrige Zinslast belastet aktuell nicht die Schuldentragfähigkeit der Länder • Nachhaltige Wachstumsstrategie ist gefragt •

Kurze Fragen, klare Antworten: Konjunktur, Inflation, Schulden **10**

Wird auch 2021 ein enttäuschendes Jahr? • Wird die Inflation steigen? • Was ist das richtige Inflationsziel? • Sollte die EZB das Thema Nachhaltigkeit vorantreiben? • Ist die Schuldenbremse langfristig ein Anker? • Was bleibt übrig von den Maastricht-Kriterien?

Auftragseingang des Verarbeitenden Gewerbes

in % zum Vorjahresmonat, saisonbereinigt



IKB-Prognose 2021

Reale Veränderung in %, saison- und kalenderbereinigt

BIP-Wachstum

Deutschland	4,5
Euro-Zone	4,1
UK	5,4
USA	5,0
Japan	2,7
China	9,2

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

Deutsche Konjunktur: Optimistische Wachstumserwartungen bekommen Rückenwind

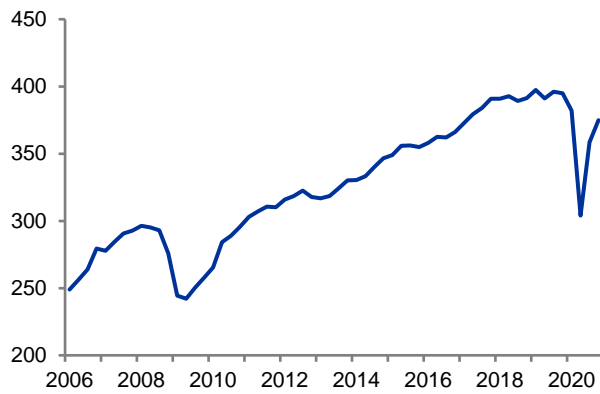
Das vierte Quartal 2020 ist mit einem BIP-Wachstum von 0,3 % zum Vorquartal besser gelaufen als bislang angenommen. Der Grund: Im Exportgeschäft und in der Baubranche lief es so gut, dass Rückgänge in anderen Bereichen kompensiert wurden. Vor allem das Verarbeitende Gewerbe hält sich wacker. Nicht nur die V-förmige Erholung nach dem ersten Coronavirus-Lockdown kam schneller als erwartet, sie hält zudem trotz des zweiten Lockdowns an. Die wichtige Rolle Chinas hierbei ist bekannt. Dessen Beitrag zum globalen Wirtschaftswachstum ist mit rund einem Drittel durch kein anderes Land zu ersetzen. Das beflügelt die deutschen Unternehmen – vor allem diejenigen, die vor Ort in China produzieren. Für die deutschen Exporte sind jedoch die europäischen Nachbarländer und die USA von größerer Bedeutung. Deshalb zeigt sich auch eine zunehmende Kluft zwischen den Bilanzergebnissen kleinerer, eher lokal agierender und global produzierender Unternehmen. Letztere zeigen eine stabile Bilanzentwicklung und profitieren insbesondere vom aktuellen Produktionswachstum in China.

Für die deutsche Wirtschaft ist es aber weniger bedeutend, was in China von deutschen Firmen produziert wird. Entscheidender ist, was weltweit vom Produktionsstandort Deutschland aus exportiert bzw. für die Binnennachfrage hergestellt wird. Sicherlich treibt China die Weltwirtschaft voran und ist somit indirekt von deutlich größerer Bedeutung für Deutschland, als es die Exporte allein dokumentieren. Trotzdem sollten die europäischen Handelspartner in der Beurteilung der deutschen Wirtschaftslage nicht aus den Augen verloren werden. Mit den verschiedenen Lockdown-Maßnahmen in den Nachbarländern und einem BIP-Rückgang in der Euro-Zone im vierten Quartal 2020 belasten europäische Handelspartner wie Frankreich, Italien und Großbritannien den kurzfristigen Ausblick für das Verarbeitende Gewerbe.

Es bleibt abzuwarten, ob die Produktion des Verarbeitenden Gewerbes im ersten Quartal 2021 stabil bleibt oder weiter zulegen kann. Auch ein leichter Rückgang ist angesichts der aktuellen lokalen sowie globalen Konjunkturdynamiken durchaus möglich. Diese Entwicklung ist aber für den weiteren Verlauf von geringerer Bedeutung und sollte den Ausblick für die verbleibenden Quartale und das Jahr 2022 nicht trüben. Denn die Industrieproduktion und die Exporte der deutschen Wirtschaft sollten zunehmend Rückenwind bekommen, was einen recht positiven Ausblick für das zweite Vierteljahr und die weiteren Quartale rechtfertigt:

- Aufholeffekte stützen die Wachstumsaussichten im zweiten Quartal 2021 genauso wie ein steigender privater Konsum.
- Der Impfverlauf sollte einer S-Kurve gleichen, d. h. die Anzahl der Impfungen wächst exponentiell. So sollte die Impfquote vor allem im zweiten Quartal deutlich steigen. Auch global ist mit einer deutlichen Beschleunigung der Impfungen im zweiten und dritten Quartal zu rechnen.
- Im Verlauf von 2021 sollte sich die Konsumlaune zunehmend verbessern. Die Löhne und Gehälter mögen zwar im Jahr 2020 unter Druck geraten sein, das private Einkommen ist dennoch gestiegen.
- Die globale Immunisierung wird zunehmend zu einer konjunkturellen Erholung und Stimmungsaufhellung führen und breitangelegte Wachstumsimpulse für die Weltwirtschaft liefern.

Deutschland: reale Exporte in Mrd. €, vierteljährlich



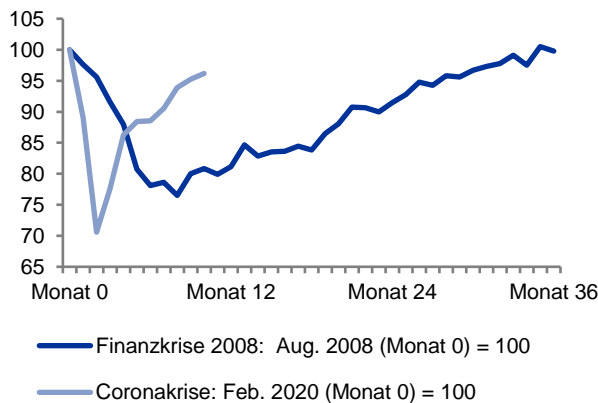
Quelle: FERI



Frühe Stimmungsaufhellung bei den deutschen Unternehmen

Dieser positive Ausblick scheint sich zunehmend in den Erwartungen der Unternehmen zu spiegeln, wie das aktuelle ifo Geschäftsklima signalisiert. So hat sich der Index mit der Verbesserung im Februar bereits früh deutlich aufgehellt. Der Indikator ist um 1,9 Zähler auf 92,4 Punkte gestiegen; die Konsensmeinung erwartete lediglich eine Mini-Verbesserung um 0,2 Punkte. Dabei schätzten die Unternehmen die aktuelle Lage um 0,8 Zähler günstiger ein; hier rechnete die Konsensmeinung mit einer leichten Verschlechterung. Positiver fällt zudem der Ausblick aus; hier gab es ein kräftiges Plus von 2,7 Punkten.

Industrieproduktion (ohne Bau), Index

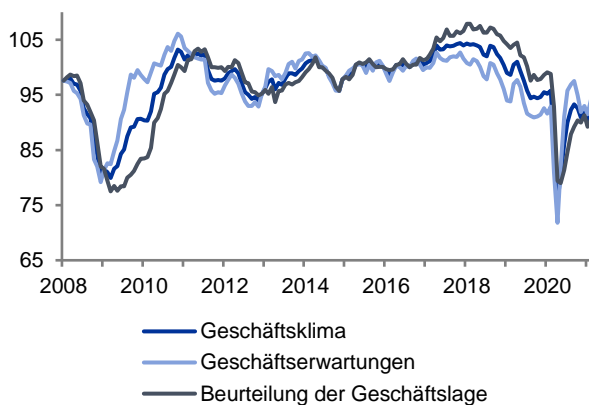


Quelle: Statistisches Bundesamt



Die Stimmung hat sich in fast allen Wirtschaftssektoren aufgehellt; auch im Handel gab es nach dem Einbruch im Januar ein leichtes Plus, wobei die aktuelle Lage erneut schlechter beurteilt wurde. Den deutlichsten Sprung nach oben gab es im Verarbeitenden Gewerbe. Ein höherer Wert wurde zuletzt im November registriert. Die Einschätzung zur Lage verbesserte sich, und der Ausblick fiel deutlich positiver aus. In allen wichtigen Industriezweigen stieg der Geschäftsklima-Index.

Deutschland: ifo Geschäftsklima, 2015 = 100



kalender- und saisonbereinigt

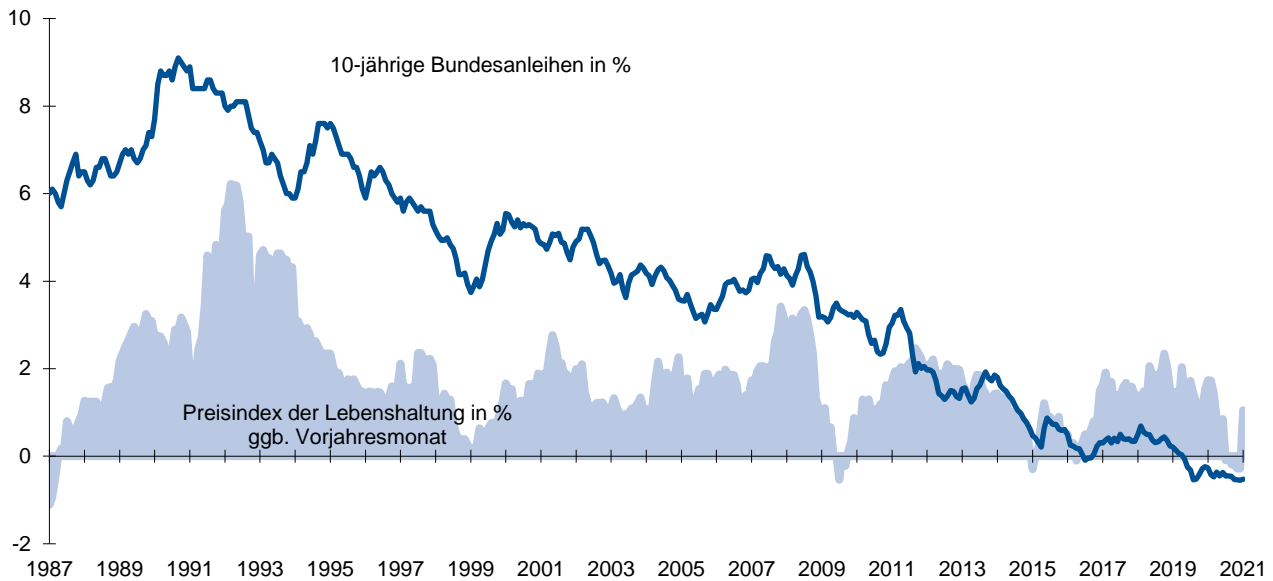
Quelle: ifo



Konjunkturausblick 2021

Noch trotz des Verarbeitenden Gewerbe dem Lockdown, nicht zuletzt auch wegen wichtiger Wachstumsimpulse aus Asien. Doch der deutsche Export benötigt mehr als ein boomendes China. Eine Erholung wichtiger Absatzmärkte in Europa und den USA ist ebenso wichtig. Mit schneller steigenden Impfquoten sollte sich der Ausblick ab dem zweiten Quartal 2020 deutlich aufhellen. Auch sollte die deutsche Wirtschaft im weiteren Verlauf von 2021 zunehmend globalen Rückenwind bekommen. Die Aufhellung des ifo Geschäftsklimas im Februar sollte deshalb nicht überraschen – auch wenn sie früher eingesetzt hat, als allgemein erwartet. Der ifo Geschäftsklimaindex sollte folglich zur Mitte des Jahres deutlich höher liegen. Die IKB bleibt bei ihrer bisherigen Prognose für die deutsche Wirtschaft und erwartet für 2021 ein BIP-Wachstum von ca. 4,5 %.

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Inflationsrate in %



Quellen: Statistisches Bundesamt; Bundesbank



Kapitalmärkte: Nominale Bundrenditen werden steigen, ...

RWI/ISL-Containerumschlag, 2015 = 100



Quelle: RWI/ISL



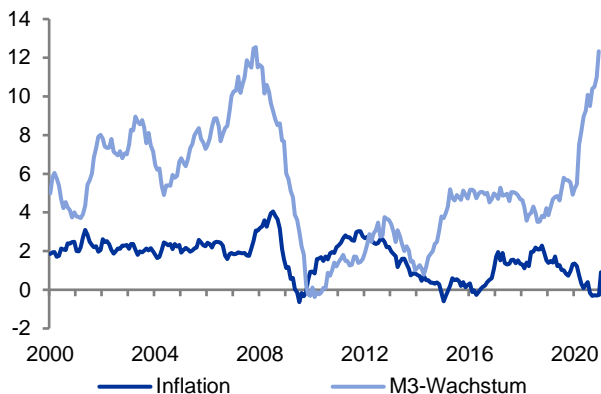
Nominale Renditen steigen, weil die Inflationserwartungen zulegen und sich das Konjunkturbild zunehmend aufhellt. Aus fundamentaler Sicht ist dies eine nachvollziehbare Entwicklung, die anhalten sollte. Auch wenn weiterhin viel Unsicherheit herrscht, gibt es dennoch robuste Entwicklungen, die eine wirtschaftliche Erholung signalisieren. Die Corona-Impfkampagnen gewinnen global an Fahrt und reduzieren die Wahrscheinlichkeit für erneute Lockdown-Maßnahmen in der zweiten Jahreshälfte 2021 und später. Mit einer Impfquote von über 30 % sinken in Israel bereits die Zahl der Neuinfektionen spürbar. Auch wenn europäische Länder aktuell eine Impfquote von unter 3 % aufweisen, sollte der positive Ein-

fluss der Impfkampagnen auf die zweite Jahreshälfte 2021 nicht unterschätzt werden. Denn es ist davon auszugehen, dass die Impfquote einen S-Kurvenverlauf zeigen wird. Also, dass sie exponentiell steigen und somit im zweiten Quartal deutlich zulegen wird. Für die Beendigung des aktuellen Lockdowns sind die Impfquoten allerdings noch zu niedrig. Es wird noch Zeit ins Land gehen, bevor Entwicklungen wie in Israel zu erkennen sind. Aber das Grundbild steht und ist robust: Spätestens in der zweiten Jahreshälfte ist von einer pulsierenden wirtschaftlichen Erholung auszugehen – in Deutschland, in Europa und auch zunehmend global. Diese synchrone Belebung wird zu einem hohen weltweiten Wirtschaftswachstum im Jahr 2021 und 2022 führen. Selbst Schwellenländer mit einer aktuell weniger überzeugenden Impfquote sollten ab 2022 dazu beitragen. Renditen werden also weiter steigen – außer Notenbanken kontrollieren durch Aufkaufprogramme das lange Ende der Zinskurve komplett. Da auch bei der EZB eine Beendigung bzw. deutliche Reduzierung des Aufkaufprogramms im ersten Quartal 2022 anstehen sollte, ist mit einer fundamentalen Korrektur deutscher Renditen zu rechnen. Anders ausgedrückt: Die EZB ist gut beraten, früh genug einen gewissen Auftrieb bei den Renditen zuzulassen, um spürbare Korrekturen zu vermeiden. Der Treiber des Anstiegs ist nicht das kurze Ende der Zinskurve – also der Leitzins –, sondern Inflationserwartungen. Diese sollten im Jahr 2021 durch den eigentlichen Inflationsverlauf, aber auch durch das deutlich positive konjunkturelle Umfeld Auftrieb erhalten. Doch die EZB kann noch auf lange Sicht das Argument bringen, dass die höhere Inflation nicht nachhaltig ist, und sie kann somit am kurzen Ende ihre Niedrigzinspolitik beibehalten.

... doch ob dies auch für einen nachhaltigen Inflationsanstieg gilt, bleibt abzuwarten

Euro-Zone: Inflation und M3-Geldmenge

Veränderung in % zum Vorjahresmonat



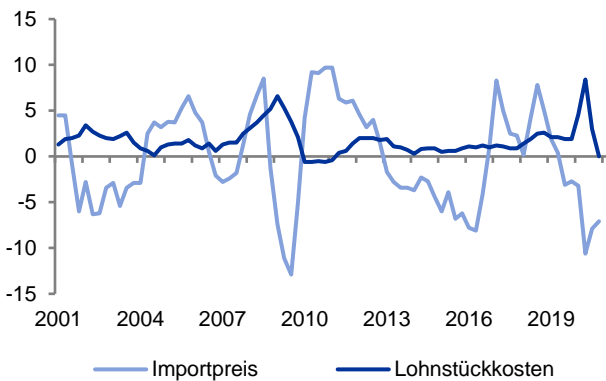
Quelle: FERl



Unterstützung für diese Haltung würde sie durch ein Inflationsziel bekommen, dass die durchschnittliche Inflationsrate im Fokus hat. Schließlich lag die durchschnittliche Inflationsrate in der Euro-Zone in den letzten 10 Jahren deutlich unter 1,5 %. Somit ist es auch entscheidend, dass das Inflationsziel keine Bandbreite hat. Denn dann würde sich der Handlungsdruck auf die EZB erhöhen, wenn die Inflationsrate kurzfristig deutlich steigen würde. Die Folge wäre eine destabilisierende Geldpolitik. Schließlich kann die Notenbank durch ihren langen, oftmals wenig effektiven Transmissionsmechanismus nur die langfristige Inflation steuern.

Importpreisanstieg und Lohnstückkosten

Veränderung in % zum Vorquartal



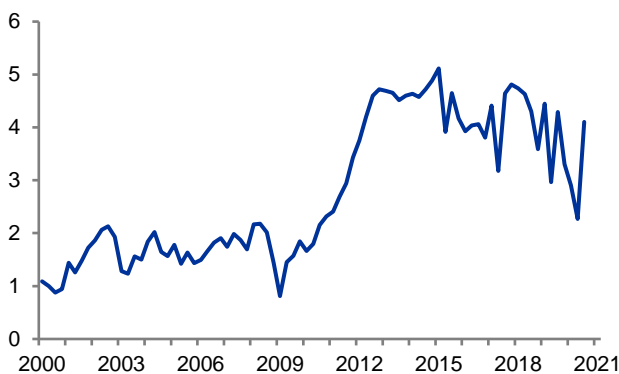
Quelle: FERl



Würde die Inflationsrate nachhaltig und überzeugend steigen, wäre mit einer deutlich steileren Zinskurve zu rechnen, was den Handlungsdruck auf die Notenbank erhöhen würde. Doch ob sich die Sorge vor einem mittelfristigem Inflationsdruck bestätigen wird – sei es aufgrund der EZB-Geldschöpfung, einer alternden Bevölkerung in China oder einer robusten globalen sowie lokalen Konjunkturerholung –, bleibt abzuwarten.

Die Frage ist, was macht einen Inflationsanstieg nachhaltig? Werden nicht nur Konsumgüter, sondern auch Vermögenswerte einbezogen, ist es sicherlich ein nachhaltiger Anstieg der Geldmenge. Wird nur der Anstieg der Verbraucherpreise berücksichtigt, braucht es eine Nachfrageausweitung für Konsumgüter, um Preisdruck zu erzeugen. Erhöhen sich Preise von Konsumgütern, und die Löhne folgen diesem Trend nicht, sinkt das Realeinkommen und damit die Nachfrage – ein Inflationsanstieg wird sich dann nicht als nachhaltig erweisen. Reagieren allerdings die Löhne, bleibt die Nachfrage bestehen, und es ergibt sich eine Lohn-Inflation-Spirale, da die gute Auftragslage es den Unternehmen ermöglicht, den Kostendruck weiterzugeben. Allerdings kann der hohe Offenheitsgrad der Euro-Zone diese Entwicklung dämpfen, da Importgüter einen preislichen Wettbewerbsvorteil hätten. Die inländische Nachfrage würde dann eher durch eine Zunahme der Importe ausgeglichen als durch Inflation, was über einen sinkenden Bedarf an lokalen Arbeitskräften wiederum die Nachfrage schwächen würde. Ein nachhaltiger Inflationsanstieg wäre also nur im Falle einer Lohn-Preis-Spirale bei gleichzeitiger Währungsabwertung bzw. höherer Importpreisinflation gegeben.

Euro-Zone: Außenhandelssaldo in % des BIP



Quelle: FERl



Euro-Zone nach Corona: Bremsen die hohen Schuldenquoten eine nachhaltige Erholung?

Fazit: Steigende Schuldenquoten in der Euro-Zone benötigen keine kurzfristige Konsolidierungspolitik, die die Konjunktur belastet. Die Zinslast ist dermaßen niedrig, dass der Handlungsspielraum des Staates bzw. dessen Schuldentragfähigkeit nicht einengt ist. Auch mittelfristig ergibt sich aus den hohen Schulden kein Wachstumsrisiko.

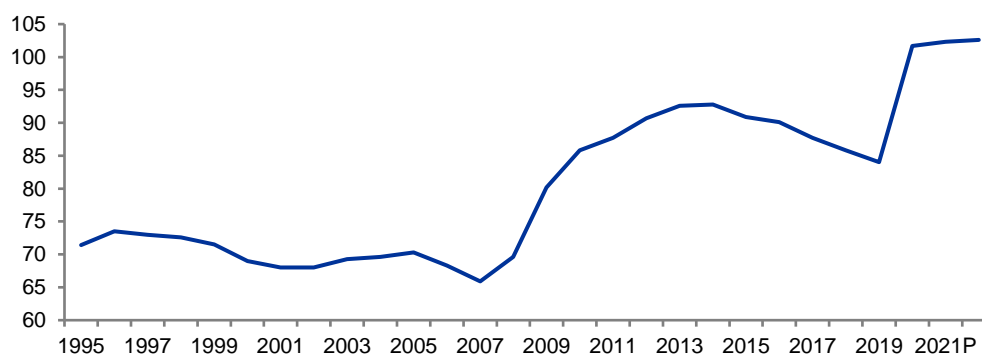
Letztendlich braucht die Euro-Zone allerdings eine nachhaltige Wachstumsstrategie, die die Schuldenquoten durch reales Wirtschaftswachstum und nicht durch höhere Inflation bzw. langfristige negative Renditen sinken lässt. Ein alleiniger Bezug auf die Einhaltung des Maastricht-Kriteriums ist unangebracht, da das Niveau der Schuldenquote immer im Kontext der Schuldentragfähigkeit und damit in seinem Verhältnis zu Wachstum und Zinslast gesehen werden muss.

Schuldenentwicklung – Nach Corona wird der Schaden sichtbar?

Noch stecken alle großen Volkswirtschaften mit Ausnahme Chinas in der Corona-Pandemie, und es wird viel darüber spekuliert, wie die Welt „danach“ aussehen wird. Wird sich das Konsumentenverhalten nachhaltig ändern? Werden Homeoffice und digitale Veranstaltungen zunehmend zur Normalität? Über andere Aspekte gibt es weniger Ungewissheit: Die Schuldenquoten und insbesondere die der Euro-Staaten werden infolge der Konjunktur- und Krisenpolitik sowie des deutlichen BIP-Einbruchs spürbar ansteigen. Aus makro-ökonomischer Sicht war die Stützungs politik zweifelslos die richtige Antwort – zumindest kurzfristig. Doch auch im Jahr 2021 werden die Schuldenquoten in Abhängigkeit von der Stabilisierung der Volkswirtschaften weiter zulegen. Ebenfalls spiegeln die länderspezifischen Schuldenquoten alleine betrachtet nicht die tatsächlichen Verpflichtungen und damit die Belastungen für die Wirtschaft. Denn die EU ist in der Corona-Pandemie einen neuen Weg gegangen und hat selbst in großem Maße eigene Schulden aufgenommen, um Kredite, aber auch Transferzahlungen für die einzelnen Mitgliedsländer bereitstellen zu können. Die zukünftige Belastung für die einzelnen EU-Länder ist also höher, als es die nationale Schuldenquoten zeigen. *Laut der Bundesbank* sind auf EU-Ebene insgesamt zusätzliche Schulden von über 7 % des EU-BIP zu erwarten.

Doch was bedeutet dies nach Ende der Pandemie für Europa? Bereits aktuell wird die Sorge geäußert, dass ein schneller Kurswechsel hin zu einer Konsolidierungspolitik die erwartete Erholung belasten würde. Auf der anderen Seite fordern Mahner, die Schuldeneskalation wieder in den Griff zu bekommen und in der Vergangenheit formulierte Ziele nicht aus den Augen zu verlieren. Schulden waren nötig, um die Corona-Krise zu überstehen; nun muss hierfür das Preisschild angehängt werden. Kurzfristig will es keiner tun, weil dadurch die Erholung ins Stocken kommen könnte. Auf lange Sicht hingegen scheint größtenteils Konsens zu bestehen, dass eine Konsolidierung erforderlich ist, auch wenn wir spätestens seit Keynes wissen: „In the long run we are all dead“. Doch nicht nur Sorgen über eine stabile, nachhaltige Erholung machen die Runde, da eine perspektivische Konsolidierungspolitik als unausweichlich gesehen wird, es kommen **vor allem Sorgen auf, dass auch eine höhere Schuldenlast grundsätzlich die Wachstumsdynamik schwächt.**

Abb. 1: Euro-Zone – Jährliche Staatsschulden in % zum BIP



Quellen: Eurostat; Prognose EU-Kommission

Hohe Schuldenquoten und Wachstum – Grund zur Sorge?

Oftmals wird vergessen, dass Schulden nur eine Seite der Medaille sind. Für jede Verschuldung gibt es eine Gegenposition – Vermögen. Problematisch wird es, wenn die Verteilung zwischen Vermögen und Schulden sich dahin entwickelt, dass die effektive Nachfrage in der Wirtschaft belastet wird. Sprich: Vermögen wird angehäuft und fließt nicht in die Realwirtschaft zurück, während hohe Schuldenquoten Konsum oder Investitionen belasten. Eine der großen Herausforderungen der Notenbanken ist aktuell, Vermögen in den realwirtschaftlichen Kreislauf für Investitionen und Konsum zu bringen, was ihnen trotz negativer Zinsen nur bedingt zu gelingen scheint. So deutet eine extreme Schiefelage in der Vermögens- und Schuldenverteilung zusammen mit fehlenden Wachstumsperspektiven auf eine ineffektive Nachfrage und Geldpolitik hin – das extreme Beispiel hiervon ist die Liquiditätsfalle von Keynes.

Doch warum sollte gerade eine höhere Staatsschuldenquoten die Wirtschaft belasten? In der Volkswirtschaft gab es die Theorie der Verdrängung – der Crowding-out-Effekt. Steigende Staatsschulden führen demnach zu steigenden Zinsen, da der Staat einen immer größeren Teil der Ersparnisse absorbiert, was wiederum zu niedrigen privaten Investitionen führt. Die Realität ist jedoch eine andere. Wie seit der Finanzkrise zu erkennen ist, gehen steigende Schuldenquoten mit sinkenden Zinsen einher. Warum? Schuldenquoten steigen, wenn die Wirtschaft nicht wächst, was eine expansivere Geldpolitik nach sich zieht. In einer Welt, in der Geld durch Kreditvergabe geschaffen wird und nicht durch das Anhäufen von zum Beispiel Gold, braucht es keine Ersparnisse, um zu investieren. Das Gegenteil ist der Fall. Höhere Staatsausgaben, begünstigt durch niedrige Zinsen, schaffen effektive Nachfrage und stützen damit die Kapazitätsauslastung und damit die Investitionsbereitschaft.

Im Jahr 2012 haben [Reinhard & Rogoff](#) eine inzwischen oft zitierte Studie veröffentlicht, in der es darum geht, ob es ein kritisches Niveau für Staatsschulden gibt, ab dem Wirtschaftswachstum negativ beeinflusst wird. Laut dieser Studie liegt der kritische Wert bei 90 %. Das heißt, beträgt die Staatsverschuldung über 90 % des BIP, sollte dies zunehmend das Wachstum belasten. Bis zu dieser Quote stützen oder generieren die Staatsschulden laut der Studie erst Wachstum durch Nachfragestimulierung; darüber hinaus sind die Effekte eher negativ, sicherlich auch, weil die Stabilität des Finanzsystems zunehmend als fragwürdig angesehen wird und für Unsicherheit sorgt. Der BIP-Anteil des Staates dürfte die Wachstumsdynamik ebenfalls zunehmend belasten. Die Schuldenquote der Euro-Zone wird im Jahr 2021 die 100 %-Marke reißen. Sind die Sorgen also angebracht?

Ob niedriges Wirtschaftswachstum höhere Schulden verursacht, oder ob es anders herum ist, bleibt ein Streitpunkt; auch wenn Reinhard & Rogoff zu der Schlussfolgerung kommen, dass sich Schuldenquoten ab einem gewissen Niveau negativ auf das Wachstum auswirken. Dies sollte nicht überraschen, da die Finanzstabilität eines Landes, gemessen zum Beispiel an Risikoprämien oder Inflation, bei hohen Schuldenquoten oftmals nicht mehr gesichert ist – vor allem wenn Länder eine hohe Auslandsverschuldung aufweisen und nicht ihre Notenbank nutzen können, um die Schuldenlast zu reduzieren. Dies wird durch ein angebotsseitig niedriges oder sogar sinkendes Potenzialwachstum verstärkt, was oftmals zu eskalierender Inflation führt. So haben Länder mit hoher Auslandsverschuldung – wie Argentinien – durchaus makro-ökonomische Stabilitätsprobleme bei ihrer Schuldentragfähigkeit. Länder mit einer reinen Inlandsverschuldung – wie China oder Japan – hingegen weniger. Dies zeigt, dass es nicht die Schuldenquoten allein sind, die im Fokus stehen sollten, sondern die Schuldentragfähigkeit und damit auch Wachstum und Zinslast. Griechenland hat eine Schuldenquote von 180 % des BIP (2019). Bedeutende Stabilitäts- oder Wachstumsprobleme ergeben sich daraus aber nicht, weil Schuldenlast und Refinanzierung kein Thema darstellen.

Die Handlungsfähigkeit der Notenbank – bzw. im Falle Griechenlands die Bereitschaft der EU zu Rettungsmaßnahmen – spielt eine entscheidende Rolle dabei, ob Schuldenquoten das Wachstum belasten. Die südamerikanische Schuldenkrise Anfang der 1980er-Jahre hat zu der grundsätzlichen Einschätzung geführt, höhere Schuldenquoten sind negativ für Wachstum. Der daraus entstandene Washington Consensus und IWF-Programme proklamierten über viele Jahre sinkende Staatsschulden und Liberalisierung als Wachstumsmodell. Der Erfolg ist bestenfalls durchwachsen. Denn der Grund für die Schuldenproblematik in Südamerika war neben dem schwachen strukturellen Wachstum vor allem eine hohe Fremdwährungsverschuldung, die infolge eines aufwertenden US-Dollar zu einer Überschuldung geführt hatte, die der Staat bzw. die Notenbank nicht kontrollieren konnten. **Steigende Inflation aufgrund strukturell schwachen Wirtschaftswachstums sowie hohe US-\$-Schulden hatten den Notenbanken jeglichen Spielraum genommen, die Schuldenlast zu reduzieren.**

Euro-Zone: Fokus muss auf Wirtschaftswachstum liegen, nicht auf Schuldenquoten

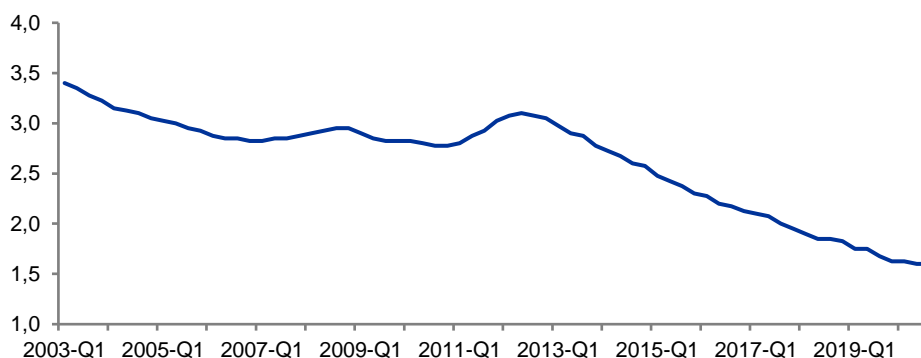
In der Wachstumsphase 2014 bis 2019 hat eine deutliche Senkung der Schuldenquoten in der gesamten Euro-Zone stattgefunden. Doch auch für die Euro-Zone gibt es keine empirischen Beweise über klare Kausalitäten zwischen Wirtschaftswachstum und Verschuldung des Staates. Dies mag allerdings auch an der relativ kurzen Zeitspanne liegen (1995 bis 2019). Allerdings lässt sich feststellen, dass zwar das BIP-Wachstum trotz mehrerer Krisen eine relative stabile Zeitreihe darstellt, die Schuldenquote in der Euro-Zone hingegen nicht. Der Gedanke, dass die Schuldenquote in der Euro-Zone langfristig zu einer Konstanten konvergiert, lässt sich also über die Zeit von 1995 bis 2019 nicht bestätigen. Das Maastricht-Kriterium oder ein anderes Niveau kann in den Daten für die Euro-Zone demnach nicht erkannt werden.

Doch entscheidender ist, dass die Wachstumsrate, die im Durchschnitt bei nur rund 1,5 % zu verharren scheint, erhöht wird. Ziel muss es sein, das Potenzialwachstum zu steigern. **Steueranhebungen, um eine Schuldenbremse oder ein Defizitziel zu erreichen, sind demnach Gift für das Ziel einer nachhaltigen Senkung der Schuldenquote – nicht nur aus konjunktureller Sicht, sondern auch im Hinblick auf einen langfristigen Wachstumspfad.** In der Euro-Zone und auch in Deutschland, für das das Potenzialwachstum der kommenden Jahre nur noch auf 1 % geschätzt wird, muss Wachstumspolitik im Fokus stehen. Dies bedeutet allerdings auch, die Fiskalpolitik muss richtige Anreize schaffen, um den Wettbewerbsstandort Deutschland/Europa nachhaltig zu stärken. **So sind es auch nicht höhere Schuldenquoten, die ein Risiko darstellen, sondern eine auf Jahre ausgerichtete Fiskalpolitik, die eher Konjunktur- als Wachstumspolitik betreibt.** Immer weniger nötig sind Transferzahlungen und Nachfragestimulierungen, immer mehr erforderlich sind dagegen Investitionen, die das Potenzialwachstum stärken.

Schulden in der Euro-Zone – kein kurzfristiges Risiko, dennoch hoher Handlungsbedarf

Die Schuldenquoten sind in der Euro-Zone tatsächlich deutlich angestiegen. Doch die Zinslast für Wirtschaft und Staat ist dank der EZB-Geldpolitik trotzdem deutlich gesunken. **Aktuell ergibt eine steigende Schuldenlast bzw. -quote keinen Handlungsbedarf. Aktueller Handlungsbedarf ergibt sich vielmehr aus der Notwendigkeit eines höheren Potenzialwachstums.** So muss der Staat nicht sparen, damit er perspektivisch auf der Ausgabenseite wieder Raum zum Handeln und Investieren hat. Die Zinslast ist dermaßen gering, dass die hohen Schuldenquoten aus Sicht eines Staates zu keinem Konsolidierungsdruck führen. Die hohen Schuldenquoten sind also – kurz- aber auch langfristig – kein Wachstumsrisiko.

Abb. 2: Euro-Zone – Vierteljährliche staatliche Zinszahlungen in % zum BIP



Quellen: Eurostat; BIP = gleitender 4-Quartale-Durchschnitt

Regelungen wie Schuldenbremsen und auch das Maastricht-Kriterium von 60 % haben zum Ziel, die Schuldentragfähigkeit des Staates und damit auch seine Handlungsmöglichkeiten zu sichern. Doch beide Regeln stammen aus einer Zeit, in der das Zinsniveau in der Tat eine Gefahr darstellte, weil eskalierende Schulden die Schuldenlast nach oben trieben und deshalb die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen sowie die Handlungsfähigkeit von Staaten erodierte, was Vertrauensverluste nach sich zog und das Wachstum belastete. Doch die aktuelle Welt ist eine andere. Bereits seit der Finanzkrise sinkt die Schuldenlast der Euro-Länder stetig. Dies gilt dank der EZB auch für Italien. Dass viele Länder selbst langfristig kein ausreichend hohes Wachstum zeigen werden, um die Schuldenquote nachhaltig zu senken, ist allerdings ebenfalls valide. Die Lösung mag in einer Neuausrichtung der europäischen Schuldenverteilung liegen, was die EU-Staaten während der

Corona-Krise möglicherweise bereits eingeleitet haben. **Ist es aber gleichzeitig nicht gerade die EZB-Zinspolitik, die den Raum schafft, um Schulden nach oben zu treiben? Zwar sichern niedrige Zinsen die Schuldentragfähigkeit, doch schaffen sie nicht falsche Anreize für einen weiteren Schuldenaufbau?** Nicht gemäß Abbildung 1 und der Wachstumsphase zwischen 2015 und 2019, als die Schuldenquote der Euro-Zone um fast 9 Prozentpunkte gesunken ist. Die einzige Alternative zu niedrigen Zinsen ist ein höheres Wirtschaftswachstum. **Ein bestimmtes Niveau der Schuldenquote ist kein sinnvolles Ziel. Es muss im Kontext der Zahlungsfähigkeit damit abhängig von Wirtschaftswachstum sowie Zinsen betrachtet werden.**

Langfristig würde eine erfolgreiche Wachstumsstrategie die Schuldenquote senken und Zinsen steigen lassen. Mittelfristig mag eine Senkung der Schuldenquote auch durch eine zunehmende Inflation bzw. ein nominales Wachstum des BIP geschehen. Doch was passiert, wenn Zinsen steigen, weil die Inflationsrate den Handlungsspielraum der EZB einengt (s. *IKB-Kapitalmarkt-News 21. Januar 2021*)? Zinsen steigen nur dann, wenn Inflationsrate bzw. Wachstum nachhaltig zulegen, was die Schuldenquote sinken lassen würde. Doch was ist mit Stagflation, also eine höhere Inflation aufgrund von Wachstumsproblemen? Wie nachhaltig solche Schocks sein werden, bleibt abzuwarten. Die EZB wird sich sicherlich noch auf Jahre darauf berufen können, dass mögliche Inflationsanstiege nicht nachhaltig sind. In den letzten zehn Jahren lag die Inflationsrate deutlich unter der avisierten Zielgröße der EZB. In diesem Zusammenhang mag ein Inflationsziel, das den Fokus auf den Durchschnitt legt, durchaus angebracht bzw. notwendig sein, um der EZB für die kommenden Jahre ausreichend Spielraum zu geben. So werden die nächsten Jahre weniger durch Wachstumspolitik, sondern von anhaltenden und weiter sinkenden realen Renditen bestimmt sein – auch wenn nominale Renditen nach Corona durchaus steigen sollten. Letztendlich braucht die Euro-Zone allerdings Wirtschaftswachstum, das das Problem löst. Bleibt abzuwarten, welche Richtung die europäische Wirtschaftspolitik einschlagen wird – höheres reales Wachstum oder eher Inflation.

Kurze Fragen, klare Antworten: Konjunktur, Inflation, Schulden

Konjunkturdaten werden sich im ersten Quartal eintrüben, Wirtschaftsprognosen wurden revidiert: Wird auch 2021 ein enttäuschendes Jahr?

Die Konjunkturdaten werden sich weiter eintrüben. Im ersten Quartal 2021 ist mit einem erneuten Rückgang der BIP-Leistung zu rechnen. Die Eintrübung sollte angesichts des lokalen sowie diverser globaler Lockdowns nicht überraschen. Eine BIP-Wachstumsprognose für Deutschland von unter 4 % für 2021 ist dennoch zu pessimistisch, auch wenn viel Unsicherheit herrscht: Die Impfkampagnen laufen an, eine globale synchrone Erholung zeichnet sich ab, Aufholeffekte stützen das zweite Quartal. Eine Stimmungsaufhellung wird den privaten Konsum in Kombination mit der aufgestauten Nachfrage beflügeln, die globale Erholung wird den Exporten Impulse geben – und zwar nicht erst im nächsten Jahr, sondern schon in der zweiten Hälfte von 2021.

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Quellen: Statistische Ämter; P = IKB-Prognose

Was passiert mit den Renditen im Jahr 2021?

Die EZB wird den Deckel auf der Zinskurve lockern. Das Aufkaufprogramm wird 2022 auslaufen, während die Inflation zulegt und Konjunkturrisiken sinken. Dies spricht für steigende Renditen und eine steilere deutsche Zinskurve. Reale Renditen werden aber weiter fallen bzw. negativ bleiben und damit dem Aktienmarkt weiter Auftrieb geben.

Tabelle 2: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	25. Feb.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,19	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,28	-0,20	-0,10	0,20
10-Jahre U.S. Treasury	1,43	1,30	1,40	1,60

Quellen: Bloomberg; in 3M, Ende 2021, Ende 2022 = IKB-Prognose

Wird die Inflation steigen?

Der mittelfristige Inflationsausblick ist unsicher. Dabei gibt es Argumente, warum die Inflationsrate mittelfristig und vor allem nachhaltig ansteigen könnte. Hierzu zählen demografische Entwicklungen vor allem in China und eine weniger effiziente globale Volkswirtschaft aufgrund abnehmender Globalisierung. Letzteres sollte nicht überbewertet werden. Schon seit Jahren findet die Globalisierung der Volkswirtschaften weniger über Handel statt, sondern vielmehr über Kapital- und Produktionsverlagerungen. Das muss nicht ineffizienter sein. Der hohe Vernetzungsgrad der Volkswirtschaften wird deshalb bestehen bleiben. Ein weiteres Argument für eine höhere Inflation sind die Bilanzausweitungen der Notenbanken. Die EZB und andere Notenbanken schaffen damit Raum für eine deutliche Geldmengenausweitung. Allerdings muss dieses Geld erst einmal in den realwirtschaftlichen Kreislauf fließen und zu einer effektiven Nachfragestimulierung von Gütern führen, bevor es inflationswirksam wird. Die Vermögenspreisinflations (zum Beispiel Preise von Immobilien oder Edelmetallen) wird hingegen weiter anhalten.

Wir meinen: Die Inflation wird kurzfristig tatsächlich steigen, reale Renditen bleiben unter Druck. Die EZB wird aber in den kommenden Jahren darauf verweisen können, dass die Teuerung nicht nachhaltig ist, deshalb

wird sie grundsätzlich an ihrer expansiven Politik festhalten. Auch dämpfen globale Überkapazitäten kurzfristig den Inflationsdruck – vor allem beim Produzierenden Gewerbe. Doch auch mittelfristig ist infolge sinkender chinesischer Handelsbilanzüberschüsse und steigendem asiatischen Wohlstands mit importiertem Inflationsdruck zu rechnen. Dies ist allerdings ein längerer Prozess. Die Inflation wird auch langfristig steigen. Wir erwarten einen Anstieg der Inflationsrate der Euro-Zone auf mindestens 1,3 % im Jahr 2021, nach 0,3 % in 2020.

Was ist das richtige Inflationsziel?

Die EZB überprüft ihre Strategie. Auch das Inflationsziel – Definition sowie Niveau – steht auf dem Prüfstand. Am Ende ist nicht das Ziel selber für die Glaubwürdigkeit der EZB entscheidend, sondern das Erreichen des Ziels bzw. die tatsächliche Inflationsrate. Ein höheres Inflationsziel, das nicht erreicht wird, schwächt die Glaubwürdigkeit der EZB. Es ist an der Zeit, zuzugeben, dass der Transmissionsmechanismus im aktuellen Umfeld von negativen Zinsen und der EZB-Bilanzausweitung um Einiges länger dauern wird bzw. weniger effektiv ist, als noch vor Jahren, als die Zinsen positiv waren und die Konjunkturdynamik grundsätzlich stabil. Aktuell bedarf es daher auch eines deutlich längeren geldpolitischen Zeithorizonts. Ein Notenbank-Ziel, das sich auf eine durchschnittliche Inflationsrate fokussiert, gibt der Notenbank diese Flexibilität. Die Glaubwürdigkeit wird so eher gefestigt, da das Abweichen von einer gewünschten Inflationsrate von geringerer Bedeutung ist.

Ein durchschnittliches Inflationsziel berücksichtigt den langen und oftmals wenig effektiven Transmissionsmechanismus der Geldpolitik und ist somit ein „ehrlicheres Ziel“. Der Fokus auf einen langfristig stabilen Durchschnitt verankert langfristige Inflationserwartungen, gibt der Notenbank allerdings kurz- bis mittelfristigen Handlungsspielraum – ohne ihre Glaubwürdigkeit in Frage zu stellen bzw. Handlungsdruck aufzubauen. Es ergibt sich notwendigerweise auch kein aufbauender Druck, wenn die Inflationsrate über mehrere Jahre über oder unter dem Ziel liegt. Entscheidend ist, dass der Durchschnitt stabil bleibt bzw. der Glaube daran verankert ist. Zwischen 2010 und 2020 lag der Inflationsdurchschnitt in der Euro-Zone deutlich unter dem präferierten Zielniveau. So war das Ziel weder ein angebrachter Anker der Erwartungen, noch sollte es über die kommenden Jahre von Relevanz sein, da eine höhere Inflationsrate wünschenswert wäre, um einen Inflationsanker von nahe an 2 % in der Inflationszeitreihe zu erkennen und zu bestätigen. Ohne das Handeln der Notenbank kurzfristig einzuengen oder ihre Glaubwürdigkeit in Frage zu stellen, ergibt sich durch ein durchschnittliches Inflationsziel dennoch ein messbares Maß der erfolgreichen langfristigen Inflationssteuerung, um eine stabile Größe – eben eine langfristig beständige Inflationsrate.

Wir meinen: Ein durchschnittliches Inflationsziel kommt der Effektivität des geldpolitischen Transmissionsmechanismus am nächsten, was die Glaubwürdigkeit der Notenbank langfristig stärkt. Es verleiht der EZB auch den notwendigen Handlungsspielraum, ohne langfristige Inflationserwartungen zu beeinflussen bzw. deren Volatilität zu erhöhen. Außerdem nimmt dieses Ziel die Illusion, dass die Notenbank mechanisch und damit relativ kontrolliert die Inflation steuern kann. Das hat sich bereits in den 1980er-Jahren als falsch herausgestellt.

Sollte die EZB durch präferierte Aufkäufe von grünen Anleihen das Thema Nachhaltigkeit vorantreiben?

Die Aufgabe der EZB ist die Sicherung der allgemeinen Preisstabilität und nicht die Erreichung von Klimazielen. Preisdruck kann von einer Reihe von spezifischen Gütern ausgehen, entscheidend ist jedoch die unterliegende allgemeine Preisdynamik, also die allgemeine Inflationsrate. Der EZB-Auftrag ist, den allgemeinen Preisanstieg und damit die Geldentwertung zu kontrollieren. Die EZB stützt beispielsweise auch nicht den Immobilienmarkt durch den begünstigten Ankauf von Immobilienverbriefungen, um so die Kosten für Wohnraum zu stabilisieren.

Wir meinen: Es ist nicht Aufgabe der EZB, relative Preise in der Wirtschaft zu manipulieren. Bei der Notenbank geht es um den allgemeinen Preisanstieg und nicht um Marktinterventionen, um einzelne Preise aus sozialen, politischen oder sonst welchen Motiven zu beeinflussen.

Schuldenbremse– zumindest als langfristiger Anker sinnvoll?

Die Schuldenbremse stammt aus einer Zeit, als hohe Zinszahlungen des Staates seine Handlungsfähigkeit eingeengt hatten. Bei der aktuellen Zinspolitik ist dies nicht der Fall. Bei dermaßen niedrigen Zinsen und einem nominalen BIP-Wachstum, das in den kommenden Jahren wieder deutlich zulegen kann, ist selbst bei einem Haushaltsdefizit eine graduelle Reduzierung der Schuldenquote möglich. Da die Schuldenbremse in

Krisenzeiten sowieso ausgehebelt werden kann und muss, ist sie auch kein Instrument für eine langfristige Fiskalpolitik. Deutschland hat in den letzten 12 Jahren drei Krisen (Finanz-, Euro- und Coronakrise) durchlaufen. Läuft die Wirtschaft gut, sinkt die Schuldenquote, und es bedarf keiner Schuldenbremse. Strauchelt die Wirtschaft, muss die Schuldenbremse ausgehebelt werden.

Entscheidend ist mit Staatsausgaben das Potenzialwachstum zu stärken, also Investitionen zu steigern und vor allem Steuerquoten zu senken. Rentabilität und Effizienz der Ausgaben müssen Priorität haben – und nicht die Vermeidung von Schulden. Die Zinskurve ist so deutlich negativ, dass eine zusätzliche Schuldenaufnahme zur Stärkung des Wachstumspotenzials nicht nur möglich, sondern angesichts der aktuell niedrigen privaten Investitionsquote sogar notwendig ist. Zinersparnisse sollten deshalb nicht gespart werden, sondern in wachstumsfördernde Reformen auf der Angebotsseite investiert werden. Dazu gehören Steuersenkungen und die Digitalisierung.

Wir meinen: Gerade langfristig ist die Schuldenbremse kein sinnvolles Instrument, da Krisen zur wirtschaftlichen Entwicklung dazugehören, Schuldenbremsen aber gerade dann ausgesetzt werden können und müssen. „Keine Schulden“ sind kein Wert an sich und damit kein wohlförderndes Ziel. Schulden müssen immer im Kontext von Tragfähigkeit und Rendite gesehen werden. Schuldenniveaus von 0,0 sind demnach suboptimal. Auch Unternehmen haben keine Schuldenfreiheit zum Ziel, sie streben vielmehr ein Rendite- bzw. Wertschöpfungsniveau an. Nicht, ob es ein Haushaltsdefizit gibt, muss der Maßstab einer nachhaltig erfolgreichen Fiskal- bzw. Wirtschaftspolitik sein, sondern für was es verwendet wird.

Schuldenquote von 60 % – was bleibt übrig von den Maastricht-Kriterien?

Regelungen wie Schuldenbremsen und auch das 60 %-Maastricht-Kriterium haben zum Ziel, die Schuldentragfähigkeit des Staates und damit auch seine Handlungsmöglichkeiten zu sichern. Doch beide Regeln stammen aus einer Zeit, als eskalierende Schulden die Zinslast nach oben trieben und so die Tragfähigkeit der Staatsfinanzen sowie die Handlungsfähigkeit des Staates einschränkten, was Vertrauensverluste nach sich zog und das Wachstum belastete. Doch die aktuelle Welt ist eine andere. Bereits seit der Finanzkrise sinkt die Schuldenlast der Euro-Länder stetig. Dies gilt dank der EZB auch für Italien. Dass viele Länder selbst langfristig kein ausreichend hohes Wachstum zeigen werden, um die Schuldenquote nachhaltig zu senken, ist allerdings ebenfalls wahrscheinlich. Die Lösung mag in einer Neuausrichtung der europäischen Schuldenverteilung liegen, was durch die Coronakrise möglicherweise bereits eingeleitet ist.

In der Zwischenzeit sichert die EZB-Politik die Schuldentragfähigkeit mit niedrigen Zinsen. Doch: Ist es nicht gerade die EZB-Zinspolitik, die den Raum schafft, um Schulden nach oben zu treiben? Schaffen die niedrigen Zinsen nicht falsche Anreize für einen weiteren Schuldenaufbau? Nein. In der Wachstumsphase zwischen 2015 und 2019 ist die Schuldenquote der Euro-Zone um fast 9 Prozentpunkte gesunken. Die einzige Alternative zu niedrigen Zinsen ist ein höheres Wirtschaftswachstum. Ein bestimmtes Niveau der Schuldenquote ist kein sinnvolles Ziel. Es muss im Kontext der Zahlungsfähigkeit gesehen werden. Diese wird allerdings nicht nur durch die EZB, sondern langfristig vor allem durch Wachstum bestimmt. Ob das Wachstum des nominalen BIP über reale Wohlstandverbesserungen oder Inflation gelingt, hängt wiederum von der Wirtschaftspolitik im Euro-Raum ab.

Wir meinen: Es ist effektiv nicht viel übrig – und das ist auch gut so. Doch das war schon die letzten 25 Jahre so, da die Schuldenquoten der gesamten Euro-Zone empirisch keine Tendenz zu irgendeiner Konstante wie einer 60 %-Quote aufwiesen. Der Fokus muss auf einer Wachstumsstrategie liegen. Nur Wirtschaftswachstum – entweder real oder über Inflation – wird langfristig die Schuldentragfähigkeit sichern. Reales Wachstum würde zudem für nachhaltig positive Zinsen sorgen.

Auf einen Blick: IKB-Ausblick für Konjunktur und Finanzmärkte

Tabelle 1: Reales BIP, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 2: Inflation, Veränderung in % zum Vorjahr

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

Tabelle 3: Geld- und Kapitalmarktzinsen, in %

	25. Feb.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
3M-Euribor	-0,54	-0,50	-0,47	-0,47
3M-USD-Libor	0,19	0,24	0,24	0,24
10-Jahre Bund	-0,28	-0,20	-0,10	0,20
10-Jahre U.S. Treasury	1,43	1,30	1,40	1,60

Tabelle 4: Ausgewählte Währungen

	25. Feb.	in 3M	Ende 2021	Ende 2022
EUR/USD	1,22	1,22	1,24	1,15
EUR/GBP	0,86	0,88	0,9	0,89
EUR/JPY	130	129	129	124
EUR/CHF	1,11	1,09	1,11	1,07
EUR/HUF	360	360	364	367
EUR/CZK	26,1	26,3	26	25,6
EUR/TRY	8,81	8,8	9,44	10,9
EUR/PLN	4,51	4,5	4,44	4,3
EUR/RUB	89,9	91	84	82
EUR/MXN	25,1	24,6	24,2	23,6
EUR/ZAR	18,0	18	19	19,5
EUR/CNY	7,88	7,9	7,8	7,4
EUR/CAD	1,53	1,54	1,52	1,46
EUR/AUD	1,53	1,54	1,5	1,48

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

Disclaimer:

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

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

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

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

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

Ansprechpartner in der IKB Deutsche Industriebank AG

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

Februar 2021

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