



**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2022

TROTZ INFLATION UND OMIKRON:  
NEUER SCHWUNG IM FRÜHJAHR



# WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

## AUSBLICK 2022

### TROTZ INFLATION UND OMIKRON: NEUER SCHWUNG IM FRÜHJAHR

**Autoren:**

Salomon Fiedler, Telefon +44 20 3753-3067, salomon.fiedler@berenberg.com

Dr. Jörn Quitzau, Telefon +49 40 350 60-113, joern.quitzau@berenberg.de

Dr. Holger Schmieding, Telefon +44 7771 920377, holger.schmieding@berenberg.com

Abgeschlossen am 16. Dezember 2021

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Stand: Dezember 2021

## INHALT

<b>Teil 1</b>	<b>Ausblick in Kürze</b>	<b>3</b>
<b>Teil 2</b>	<b>Überblick: Der Aufschwung geht weiter</b>	<b>4</b>
	1. Turbulente Zeiten – aber gute Gründe für Zuversicht	4
	2. Ein Blick zurück	5
	3. Ausblick 2022: kräftiger Aufschwung trotz mancher Risiken	6
	4. Wirtschaftsprognosen im Überblick	8
	5. Die Rückkehr der Inflation	10
	6. Weniger Rückenwind für Finanzmärkte	11
	7. Ein Blick auf die Risiken	12
<b>Teil 3</b>	<b>Im Fokus: Die großen Themen für 2022</b>	<b>13</b>
	1. Klimaschutz – aber richtig	13
	2. Die große Chance: Goldene Zwanziger Jahre sind möglich	15
	3. Inflation: Sowohl vorübergehend als auch dauerhaft	17
<b>Teil 4</b>	<b>Ausgewählte Regionen</b>	<b>19</b>
	1. USA: Hohe Inflationsdynamik fordert Notenbank heraus	19
	2. Eurozone: Erholung abgeschlossen, wie weit trägt der Boom?	21
	3. Großbritannien: Schneller Aufschwung nach dem Einbruch	23
	4. China: Wirtschaftliche und politische Herausforderungen	25
<b>Teil 5</b>	<b>Zinsen und Währungen</b>	<b>26</b>
	1. Zinsen: Gute Chancen für die Zinswende	26
	2. Währungen: Eine Durststrecke für den Euro	28
<b>Teil 6</b>	<b>Kapitalmarktprognosen</b>	<b>34</b>



## TEIL 1 AUSBLICK IN KÜRZE

Selten war der Ausblick auf Wirtschaft und Finanzmärkte so zwiespältig wie heute. Einerseits könnte die besonders ansteckende Omikron-Variante des Virus einen herben Rückschlag auslösen, während gleichzeitig Lieferengpässe und eine hohe Inflation die Konjunktur bremsen. Andererseits stehen die üblichen Konjunkturampeln auf Grün. Die Kassen der Haushalte und Unternehmen sind gut gefüllt. Sie wollen mehr Geld ausgeben.

*Ein zwiespältiger Ausblick*

Die Chancen und Risiken unterscheiden sich in ihrem Zeitprofil. Preistreibende Lieferengpässe dürften sich schrittweise auflösen. Omikron kann die Wirtschaft Anfang 2022 erheblich belasten. Aber die Erfahrung hat gezeigt, dass die Pandemie von Welle zu Welle die Wirtschaft weniger beeinträchtigt als zuvor. Zudem hat die Welt ihre Möglichkeiten ausgeweitet, Impfstoffe zu entwickeln, anzupassen und zu produzieren. Spätestens im Frühjahr 2022 könnte es gelingen, die Pandemie in großen Teilen der Welt so in den Griff zu bekommen, dass sie nicht mehr den Ausblick für Wirtschaft und Märkte prägt. Deshalb überwiegt beim Blick auf 2022 insgesamt die Zuversicht.

*Insgesamt überwiegt aber die Zuversicht*

Nach einem unerwartet dramatischen Anstieg der Inflation im Herbst 2021 dürfte sich der Preisaufrtrieb 2022 wieder etwas beruhigen. Einige Sondereffekte fallen im Zeitablauf aus dem Vorjahresvergleich heraus. Während die Inflation in der Eurozone im Herbst 2022 wieder auf knapp 2 % zurückgehen könnte, dürfte die Inflation in den USA nahe bei 3 % bleiben. Denn anders als in der Eurozone trägt in den USA auch eine fiskalisch stimulierte Übernachfrage zur Inflation bei. Langfristig könnten ein zunehmender Lohn- und die Kosten des Klimaschutzes aber auch die Euro-Inflation etwas anheizen.

*Die Inflation geht 2022 wieder zurück, in der Eurozone mehr als in den USA*

Die aktuell hohe Inflation zwingt die Zentralbanken zur geldpolitischen Wende. Die US-Fed dürfte im März ihre Anleihekäufe einstellen und ab Frühjahr viermal ihre Leitzinsen um je 25 Basispunkte anheben. Angesichts des weniger ausgeprägten Inflationsdrucks könnte die Europäische Zentralbank sich etwa ein Jahr länger Zeit lassen als die Fed.

*Geldpolitische Wende*

Der Aufschwung kann auch 2022 die Unternehmensgewinne und Aktienmärkte fundamental stützen, aber weniger als in 2021. Die geldpolitische Wende kann die Märkte gelegentlich in Unruhe versetzen und vor allem zinssensitive Sektoren treffen.

*Geldpolitik kann die Märkte gelegentlich in Unruhe versetzen*

Die Aussicht auf höhere US-Zinsen hat 2021 den US-Dollar gestärkt. Sollte 2022 auch die geldpolitische Wende der EZB näher rücken, könnte dies dem Euro etwas Auftrieb geben. Bei guter Weltkonjunktur könnte ein Abfluss von Mitteln aus dem sicheren Hafen des US-Dollar dazu beitragen, den überbewerteten US-Dollar auf 1,17 zum Euro zu drücken.

*US-Dollar wertet sich etwas ab*

Das Leben ist immer voller Risiken. Bei einem Verharren der Inflation auf den hohen Niveaus von Ende 2021 müssten die Zentralbanken kräftig auf die geldpolitische Bremse treten, statt nur den Fuß vom Gas zu nehmen. Das würde Märkte und Konjunktur erheblich belasten. Auch geopolitische Konflikte, beispielsweise um Taiwan oder Russland, könnten Schockwellen durch Wirtschaft und Märkte senden.

*Risiken: Pandemie, Inflation, Geopolitik*

## TEIL 2 ÜBERBLICK: NEUER SCHWUNG IM FRÜHJAHR

(Dr. Holger Schmieding)

### 1. Turbulente Zeiten - aber gute Gründe für Zuversicht

*Selten war der Ausblick so  
zweispältig wie heute*

Selten war der Ausblick auf Wirtschaft und Finanzmärkte so zweispältig wie heute. Einerseits lasten außergewöhnliche Schocks und Risiken auf der Konjunktur. Seit fast zwei Jahren grassiert die Pandemie, die in immer neuen Wellen über die Menschen in großen Teilen der Welt hereinbricht. Lieferketten sind ins Stocken geraten. Ein Anstieg der Inflation auf beiden Seiten des Atlantiks auf die höchsten Raten seit mehreren Dekaden schmälert die Kaufkraft vieler Menschen. Omikron könnte der Konjunktur Anfang 2022 einen herben Schlag versetzen. Andererseits gibt es gute Gründe zur Annahme, dass die Wirtschaft nach einer Pause im Winter auch in Europa spätestens im Frühjahr 2022 wieder anspringen kann. Mit einer kraftvollen Reaktion auf die Pandemie hat die Wirtschaftspolitik es 2020 und 2021 geschafft, die Arbeitsmärkte und Einkommen der Haushalte zu stabilisieren und die befürchtete Pleitewelle zu vermeiden. Auch dank staatlich gestützter Einkommen haben viele Haushalte in Zeiten des Virus zusätzliche Ersparnisse anhäufen können. Einen Teil dieses Geldes werden sie vermutlich in den kommenden Jahren ausgeben. Auch die Finanzlage der Unternehmen ist überwiegend gut. Sie haben Nachholbedarf bei Investitionen und möchten zudem dank hoher Auftragsbestände ihre Kapazitäten erweitern. Darüber hinaus planen viele Staaten, ihre Investitionen in die digitale Wirtschaft, die Infrastruktur, das Gesundheitswesen und den Klimaschutz aufzustocken.

*Kräftiger Anstieg der  
gesamtwirtschaftlichen  
Nachfrage*

Sofern die großen Risiken, die uns zum Jahreswechsel zu schaffen machen, nicht überhandnehmen, können wir uns für 2022 insgesamt doch auf einen kräftigen Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage freuen. Auch wenn die Geldpolitik – zum Glück – langsam zurückrudert, stützt sie auf absehbare Zeit die Nachfrage. Bisher zeichnet sich nur ab, dass Notenbanken langsam den Fuß vom Gas nehmen, da die Konjunktur keinen weiteren Stimulus braucht. Zwar wirft die aktuell außerordentlich hohe Inflation viele Fragen auf. Dennoch werden die Notenbanken vermutlich auf absehbare Zeit ihre Politik nicht so energisch straffen wollen, dass dies einem Tritt auf die Bremse gleichkäme.

*Kurzfristige Risiken – aber  
längerfristig überwiegen die  
Chancen*

Die Chancen und Risiken unterscheiden sich vor allem in ihrem Zeitprofil. Die Delta-Welle der Pandemie hat Kerneuropa im November und Dezember hart getroffen. Möglicherweise erweist die hoch ansteckende Omikron-Variante sich als so gefährlich, dass zunächst neue Lockdowns nötig sein werden, um Gesundheitssysteme nicht zu überlasten. Aber die Erfahrung der letzten 22 Monate hat gezeigt, dass die Pandemie von Welle zu Welle das Wirtschaftsgeschehen weniger beeinträchtigt als zuvor. Zudem hat die Welt ihre Möglichkeiten, Impfstoffe zu entwickeln, anzupassen und milliardenfach zu produzieren, seit 2020 erheblich ausgeweitet. Spätestens im Frühjahr 2022 dürfte es gelingen, die Pandemie in der entwickelten Welt und vielen Schwellenländern so in den Griff zu bekommen, dass sie nicht mehr den Ausblick für Wirtschaft und Finanzmärkte prägt. Auch die Engpässe in Lieferketten dürften sich langsam auflösen, selbst wenn es bis weit ins Jahr 2023 dauern kann, bis der Mangel an Halbleitern endgültig behoben ist. Deshalb überwiegt beim Blick auf das Gesamtjahr 2022 insgesamt die Zuversicht.



## 2. Ein Blick zurück

Bevor wir unsere Vorhersagen für 2022 erläutern, lohnt sich ein Blick zurück. In den letzten drei Jahren haben schwere Schocks die Weltwirtschaft erschüttert. Im Jahr 2019 hat der damalige US-Präsident Donald Trump durch seinen Handelskrieg gegen China und seine Drohungen gegen die Europäische Union dem Welthandel und der Konjunktur der weltoffenen Wirtschaft in Europa einen ersten herben Schlag versetzt. Kurz nachdem diese Spannungen mit dem Phase 1-Abkommen zwischen den USA und China nachzulassen begannen, stürzte die Corona-Pandemie große Teile der Welt in die tiefste Rezession seit 90 Jahren. Trotz einer beispiellosen Impfkampagne haben auch 2021 weitere Wellen der Pandemie, oft ausgelöst durch neue und noch ansteckendere Varianten des SARS-CoV-2, immer wieder viele Menschen und erhebliche Teile der Wirtschaft getroffen.

*Trump und Corona: zwei große Schocks nacheinander*

Umso erstaunlicher ist es, dass sich die Weltkonjunktur 2021 alles in allem überraschend gut entwickelt hat. Vor einem Jahr lagen unsere Prognosen für das Wachstum im Jahr 2021 deutlich über dem Konsens der anderen Teilnehmer am Finanzmarkt. Wie Tabelle 1 zeigt, hat der Aufschwung 2021 unsere positiven Erwartungen für die Eurozone erreicht und für die USA sowie die Welt insgesamt sogar noch übertroffen.

*2021: insgesamt besser als erwartet*

**Tab. 1: Wachstumsprognosen im Check - Was hat sich geändert?**

	Prognose für 2021		Prognose für 2022	
	Dez. 2020	Aktuell	Dez. 2020	Aktuell
<b>Welt</b>	<b>4,9</b>	<b>5,7</b>	<b>3,2</b>	<b>4,3</b>
USA	3,9	5,5	2,5	4,1
Japan	3,4	2,0	1,9	3,1
China	9,0	8,0	4,8	5,2
Indien	8,8	12,5	6,5	6,9
Lateinamerika	3,6	4,6	2,7	3,1
<b>Europa</b>	<b>4,9</b>	<b>5,2</b>	<b>3,4</b>	<b>4,3</b>
Eurozone	5,0	5,1	3,6	4,5
Deutschland	4,4	2,6	3,4	4,2
Frankreich	7,0	6,7	3,9	4,4
Italien	5,8	6,3	3,3	4,6
Spanien	7,1	4,4	6,2	6,2
<b>Anderes Westeuropa</b>				
Großbritannien	8,0	6,8	4,3	4,8
Schweiz	2,5	3,5	2,2	2,8
Schweden	3,0	3,1	2,1	3,0
<b>Osteuropa</b>				
Russland	2,5	3,8	2,0	3,3
Türkei	2,3	6,0	2,0	3,5

Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Werte für „Welt“ aus alter Prognose berichtigt um damalige Gewichtungsfehler. Quelle: alte Prognosen aus „Wirtschaft und Finanzmärkte: Neuer Aufschwung im Frühling; Jahresausblick 2021“, Berenberg, 10. Dezember 2020

*Lieferengpässe bremsen das deutsche Wachstum*

Allerdings gilt dies nicht für Deutschland, das für 2021 lediglich einen Zuwachs der Wirtschaftsleistung von geschätzt 2,6 % statt der von uns vor einem Jahr erwarteten 4,4 % erzielen konnte. Dies hat zwei Gründe: Zum einen hat sich durch eine nachträgliche Revision der Daten und ein unerwartet gutes Ergebnis für das Schlussquartal 2020 herausgestellt, dass die Konjunktur im vergangenen Jahr weniger eingebrochen war als zunächst gedacht. Entsprechend gab es 2021 weniger Aufholpotenzial. Zum anderen belasten der ausgeprägte Mangel an Halbleitern weltweit insbesondere die Automobilindustrie und den Maschinenbau. Da Deutschland einen größeren Teil seiner Wirtschaftsleistung in diesen beiden Bereichen erarbeitet als nahezu alle anderen Länder, hat dies Deutschland vergleichsweise hart getroffen. Das gilt auch für Japan, dessen Wirtschaftsstruktur der deutschen ähnelt. Dennoch bleibt festzuhalten, dass – alle Änderungen zusammengenommen – das deutsche Bruttoinlandsprodukt im Herbst 2021 in etwa das Niveau erreicht hat, das wir vor einem Jahr vorhergesagt hatten.

*Griechenland geht voran*

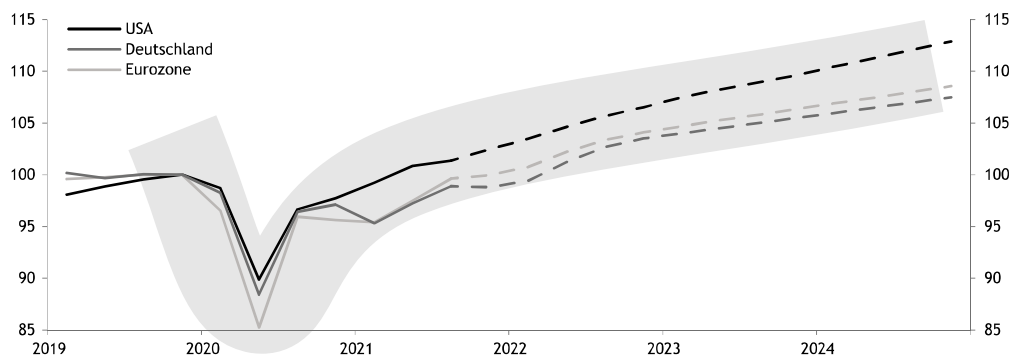
Innerhalb der Eurozone haben sich einige Länder in Zeiten der Pandemie vergleichsweise gut geschlagen, von denen manche Eurokritiker das wohl nicht erwartet hätten. Wenn wir von einigen kleinen Inselstaaten und den baltischen Ländern absehen, hat sich Griechenland an die Spitze der Euro-Wachstumsliga geschoben. Im dritten Quartal 2021 übertraf die griechische Wirtschaftsleistung ihr Niveau von Ende 2019, also von unmittelbar vor der Pandemie, bereits um 1,2 %. Dagegen lag die Eurozone insgesamt noch um 0,3 % darunter, während Deutschland diesen Wert noch um 1,1 % verfehlte. Auch Frankreich, Italien und Portugal konnten 2021 bemerkenswertes Wachstum verzeichnen.

*Kraftvolles Wachstum – sobald die Pandemie abflaut*

### 3. Ausblick 2022: kräftiger Aufschwung trotz mancher Risiken

Keine Pandemie dauert ewig. Angesichts medizinischer Fortschritte im Rekordtempo rechnen wir damit, dass die Pandemie das Wirtschaftsgeschehen spätestens ab Frühjahr 2022 nicht mehr entscheidend prägen wird. Abbildung 1 zeigt den Schock, den die Pandemie der Wirtschaft im Frühjahr 2020 versetzt hatte. Sichtbar ist auch der kurze neue Einbruch in Europa während der Winterwelle 2020/2021. Obwohl wir uns angesichts der Gefahren der Omikron-Variante zunächst auf schlechte Nachrichten einstellen müssen, bleibt der Ausblick für die gesamtwirtschaftliche Nachfrage positiv.

**Abb. 1: Reale Wirtschaftsleistung: kurzer Einbruch, langer Aufschwung**



Reales Bruttoinlandsprodukt (Q4 2019=100). Gestrichelt: Berenberg-Prognose. Quellen: BEA, Destatis, Eurostat, Berenberg



Seit Mai 2020 haben wir bereits mehrfach erlebt, dass die privaten Verbraucher gerne ihre Geldbeutel öffnen, wenn die pandemische Lage dies zulässt. Das Leben lässt sich nicht unterdrücken. Sobald es möglich und hinreichend sicher ist, möchten die Menschen miteinander ausgehen, reisen und Kultur genießen. Nach jeder Welle der Pandemie ist gerade die Nachfrage der Haushalte jeweils schneller angesprungen als erwartet. Auch deshalb haben wir unseren Wachstumsausblick für 2022 weiter angehoben (Tabelle 1).

*Verbraucher wollen wieder das Leben genießen*

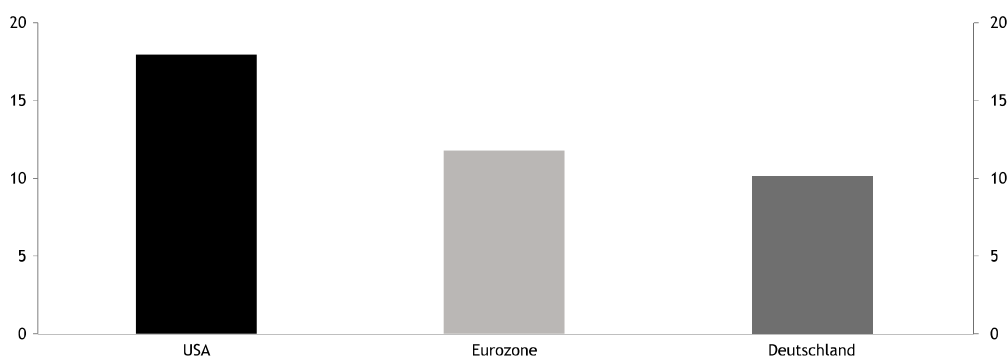
Abbildung 2 zeigt einen wichtigen Grund für unseren Konjunkturoptimismus. Auf beiden Seiten des Atlantiks haben Haushalte von Anfang 2019 bis Mitte 2020 weit mehr gespart als üblich. Dank der ausgesprochen großzügigen Stimulusschecks, die die US-Regierung unter Trump und Biden mehrfach an nahezu alle US-Bürger gesandt hat, war die Finanz- und Vermögenslage der US-Haushalte insgesamt noch nie so komfortabel wie heute. So sind die verfügbaren Einkommen der US-Haushalte nach Abzug der Inflation im Jahr 2020 um 6 % gestiegen, während sie in der Eurozone einschließlich Deutschlands sowie in Großbritannien etwa konstant blieben. Da die US-Schecks vor allem für die Menschen mit geringerem Einkommen einen erheblichen Unterschied ausgemacht haben, zeigen die Daten hier auch keine ausgeprägte soziale Schieflage. In den USA erreichen die Zusatzersparnisse 18 % der Konsumausgaben eines normalen Jahres. In der Eurozone mit 12 % und Deutschland mit 10 % sind diese Beträge ebenfalls erheblich.

*Die Sparkonten sind prall gefüllt*

Wir erwarten nicht, dass Haushalte diese Ersparnisse schnell in einer Art Kaufrausch für zusätzliche Güter und Leistungen ausgeben werden. Aber die Finanzpolster ermöglichen es vielen von ihnen, ihren Verbrauch schneller zu steigern als früher und außergewöhnliche Belastungen wie den aktuellen Energiepreisschock abzufedern.

*Komfortable Finanzpolster*

**Abb. 2: Zusatzersparnis der privaten Haushalte**



In % der privaten Konsumausgaben im Jahr 2019. Zusatzersparnis von Q1 2020 bis Q2 2021 gegenüber normaler Sparleistung (Jahresdurchschnitt 2019). Quellen: BEA, Eurostat, Bundesbank, Berenberg

Die Arbeitsmärkte haben sich seit dem Sommer 2020 überraschend schnell vom Corona-Schock erholt. So hat die sozialversicherungspflichtige Beschäftigung in Deutschland bereits im Juni 2021 einen neuen Rekord erreicht. Auch wenn insgesamt die Zahl der Beschäftigten in vielen Ländern noch etwas niedriger ist als vor der Pandemie, zeichnet sich in immer mehr Bereichen eine Knappheit von Arbeitskräften ab. Auf beiden Seiten des Atlantiks bieten Unternehmen mehr Stellen an als jemals zuvor. Deshalb können sich Arbeitnehmer auf einen stabilen Beschäftigungsausblick und höhere Löhne freuen. Das stützt ihre Bereitschaft, als Verbraucher tiefer in die Tasche zu greifen als üblich.

*Oftmals mehr Stellenangebote als je zuvor*



*Konjunkturampeln stehen auf Grün*

Auch für alle anderen Beiträge zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage stehen die Ampeln in der gesamten entwickelten Welt sowie in vielen Schwellenländern auf Grün. Unternehmen wollen mehr investieren. Sie haben Nachholbedarf, möchten ihre Kapazitäten aufstocken und zudem ihre Lieferketten so umgestalten, dass diese künftig weniger krisenanfällig sind. Auch die strikteren Vorgaben für den Klimaschutz erfordern neue Investitionen. Darüber hinaus möchten sie ihre Lagerbestände auffüllen.

*Zum Glück weniger Rückenwind von der Geldpolitik*

Als Reaktion auf die Covid-19 Megarezession haben Finanzminister und Notenbanken nahezu überall auf der Welt die Geldschleusen ab März 2020 weiter geöffnet als je zuvor. Dieser Rückenwind lässt langsam nach. Angesichts eines überraschend hohen Anstiegs der Inflation hat die US-Notenbank bereits ihre geldpolitische Wende eingeleitet. Sie wird ihre Anleihekäufe im März 2022 beenden und ab dem Frühjahr 2022 ihre Leitzinsen schrittweise anheben. Auch wenn die Europäische Zentralbank sich angesichts eines weniger ausgeprägten Inflationsdrucks wohl ein Jahr mehr Zeit lassen dürfte, wird auch die EZB ihre Anleihekäufe nach und nach spürbar zurückführen. Das Pandemie-Notfallprogramm PEPP endet im März 2022. Die Konjunktur dürfte dies allerdings kaum beeinträchtigen. Angesichts der robusten Nachfrage ist der Rückenwind von der Geldpolitik nicht mehr notwendig.

*Defizite nehmen ab – aber Fiskalpolitik bleibt expansiv*

Die hohen Fehlbeträge im Staatshaushalt, die bereits 2021 wieder etwas zurückgegangen sind, werden sich im Aufschwung 2022 vermutlich spürbar verringern. Aber der Fiskalimpuls im Sinne von mehr staatlichen Investitionen in die Infrastruktur, die digitale Wirtschaft und den Klimaschutz wird in vielen Ländern 2022 vermutlich ebenso kräftig spürbar sein wie in 2021. Dazu kommen weitere Einstellungen im öffentlichen Sektor, auch im Gesundheitswesen. Auch dies spricht für einen robuste Konjunktur im Neuen Jahr.

#### **4. Wirtschaftsprognosen im Überblick**

*Dem Einbruch folgt ein kräftiger Wiederaufschwung*

Da Europa etwas mehr Nachholbedarf hat, könnte die Wirtschaftsleistung 2022 in der Eurozone und in Großbritannien sogar etwas stärker zulegen als in den USA. Zwar ist der Ausblick für den privaten Verbrauch in den USA besonders positiv angesichts der hohen Zusatzersparnisse der dortigen Haushalte. Aber ein Teil dieser Nachfrage wird sich in mehr Einfuhren aus Europa niederschlagen und somit die Konjunktur auch diesseits des Atlantiks antreiben. Vor allem dürfte ein langsames Ausweiten der aktuellen Lieferengpässe Europa mehr zugutekommen als den USA, da bei uns die vom Halbleitermangel besonders betroffenen Sektoren wie Automobil- und Maschinenbau eine weit größere Rolle spielen als in den mehr von Dienstleistungen geprägten USA. Deutschland könnte dabei 2022 ein Wachstum von 4,2 % erreichen. Ab 2023 dürften dann aber die USA wie üblich die Nase leicht vorne haben, auch wegen ihres etwas höheren Bevölkerungswachstums. Als Folge des Brexits dürfte Großbritannien langfristig etwas hinter Kontinentaleuropa zurückbleiben.

*Sonderfall China*

Obwohl die Pandemie ihren Ursprung in China hatte, war es Beijing 2020 mit teilweise rabiaten Mitteln gelungen, das Virus vergleichsweise schnell in den Griff zu bekommen.



**Tab. 2: Wirtschaftsprognosen im Überblick**

	Gewicht	BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosigkeit			Staatshaushalt		
		2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024
<b>Welt</b>	100,0	4,3	3,5	3,0									
USA	24,5	4,1	3,3	2,8	4,6	3,1	2,9	4,1	3,9	3,6	-6,7	-5,0	-4,0
Japan	5,8	3,1	1,4	1,1	1,1	0,7	0,9	2,5	2,3	2,2	-8,0	-6,0	-4,0
China	16,4	5,2	5,1	4,5	1,9	2,3	2,3	3,5	3,5	3,5	-4,0	-3,0	-2,0
Indien	3,3	6,9	6,8	6,7							-9,1	-8,4	-8,0
Lateinamerika	5,9	3,1	2,7	2,4							-4,5	-4,2	-3,9
<b>Europa</b>	24,4	4,3	2,7	2,1									
Eurozone	15,3	4,5	2,9	2,1	2,9	1,9	2,2	6,9	6,3	5,7	-3,4	-2,0	-1,8
Deutschland	4,4	4,2	3,0	1,9	3,0	2,0	2,2	3,0	2,7	2,5	-2,1	-1,3	-1,0
Frankreich	3,1	4,4	2,8	2,3	2,4	1,8	2,1	7,2	6,8	5,9	-4,0	-3,0	-2,3
Italien	2,3	4,6	2,2	1,5	2,5	1,7	2,1	8,8	8,3	7,4	-5,5	-2,5	-1,7
Spanien	1,6	6,2	3,5	2,2	3,0	2,0	2,3	14,0	12,9	11,7	-5,0	-3,5	-3,0
<b>Anderes Westeuropa</b>													
Großbritannien	3,2	4,8	2,4	2,1	4,2	2,6	2,7	3,9	3,2	3,0	-4,0	-2,5	-2,5
Schweiz	0,8	2,8	1,6	1,5	1,1	0,8	0,9	3,4	3,2	3,0	-0,7	-0,1	-0,1
Schweden	0,6	3,0	2,3	2,2	2,2	1,7	2,0	8,4	7,7	7,2	-1,8	-0,2	0,1
<b>Osteuropa</b>													
Russland	1,9	3,3	2,3	2,2	6,0	3,8	4,0	5,0	4,8	4,8	-0,3	-0,5	-0,5
Türkei	0,9	3,5	3,0	2,5	19,0	13,0	11,0	11,0	9,0	8,8	-6,1	-6,1	-6,0

Saldo im Staatshaushalt in % des BIP. Alle anderen Werte: Veränderung gegenüber Vorjahr in %. Die US-Daten zum Staatshaushalt sind nicht direkt mit den europäischen Angaben zu vergleichen. In der in Europa üblichen Maastricht-Definition für den Gesamtstaat würden die US-Defizite etwas höher ausfallen. Quelle: Berenberg

Deshalb haben die Behörden dort 2021 die Möglichkeit gesehen, die Zügel der Regulierung in vielen Bereichen zu straffen und gegen die Überschuldung im Immobiliensektor anzugehen. Gewisse Wachstumseinbußen haben sie dabei bewusst in Kauf genommen. Bisher halten sich die Turbulenzen um angeschlagene Immobilienkonzerne in Grenzen, ohne das gesamte Finanzsystem zu destabilisieren. Im Dezember ist China wieder dazu übergegangen, die Konjunktur geld- und kreditpolitisch zu stützen. Nach einer ausgeprägten Schwächephase der Inlandsnachfrage im zweiten Halbjahr 2021 zeichnet sich für 2022 etwas mehr Wachstum ab. Allerdings dürfte dies mit Zuwächsen von nahe 5 % wesentlich weniger dynamisch ausfallen als in früheren Jahrzehnten. Für Europa und die USA spielt die chinesische Konjunktur vorläufig nur eine geringere Rolle als früher. Dank kräftiger Binnennachfrage sind Deutschland und Europa derzeit kaum auf steigende Ausfuhren in die Volksrepublik angewiesen. Angesichts vieler Engpässe in den Lieferketten braucht Europa China vorläufig mehr als Zulieferer denn als Absatzmarkt.

Langfristig steht China vor großen Herausforderungen, zu denen neben dem hohen Berg an Inlandsschulden vor allem die politische Lage gehört. Die zunehmende Konzentration der Macht in den Händen eines „roten Kaisers“, dessen Amtszeit nicht mehr begrenzt ist, birgt erhebliche Risiken. Mit seinem aggressiven Auftreten in vielen Bereichen schürt China Misstrauen, das auf Dauer auch die Wirtschaftsbeziehungen zu vielen Ländern beeinträchtigen dürften, nicht nur zu den USA.

*Aber Vorsicht: ein roter Kaiser kann gefährlich sein*

*Schwellenländer: ein gemischtes Bild*

Für viele andere Schwellenländer bieten solide Zuwächse der Nachfrage in den USA, Europa und in China ein positives Umfeld für das Jahr 2022. Allerdings hängen die Aussichten für einzelne Länder sehr von der politischen Entwicklung ab. Zudem könnte die etwas straffere Geldpolitik der US-Notenbank einige Länder mit hohen Dollarschulden belasten. Nach den Verwerfungen der Pandemie bleiben zudem die politischen Risiken in vielen Schwellenländern erheblich. Beispielsweise betreiben Russland und die Türkei eine kostspielige Außenpolitik, die sie sich auf Dauer kaum werden leisten können.

*Inflation: Die Überraschung des Jahres 2021*

## 5. Die Rückkehr der Inflation

Kaum etwas hat Beobachter wie uns 2021 mehr überrascht als der dramatische Anstieg der Inflation im zweiten Halbjahr. Dass der allgemeine Preisauftrieb sich nach dem pandemiebedingten Rückgang vieler Preise des Vorjahres in 2021 wieder beschleunigen würde, hatten wir erwartet. Aber mit einem Preisschub, der die Inflation in Deutschland und der Eurozone auf das höchste Niveau seit dem deutschen Wiedervereinigungsboom und in den USA auf ein 39-Jahre-Hoch treiben würde, hatten wir nicht gerechnet.

*Kurzfristige Sondereffekte treiben den Geldwertschwund*

In Deutschland sind die Gründe für den Geldwertschwund zumeist kurzfristiger Natur. So verzerrt der Vorjahresvergleich der Preisniveaus das Bild, da vor einem Jahr viele Rohstoffe, Güter und Leistungen besonders billig waren. Relativ zum November 2019 hat sich das deutsche Preisniveau im November 2021 mit einer Jahresrate von 2,5 % erhöht, ohne Energie um durchschnittlich 2,0 % pro Jahr. Für die Eurozone liegen diese Raten bei 2,3 % mit und bei nur 1,5 % ohne Energie. Dies sind die Raten, die eine Zentralbank durch ihre Geldpolitik auf Dauer beeinflussen kann. Für kurzfristige Schwankungen bei Steuern und Rohstoffpreisen ist sie nicht verantwortlich.

*Zurück zu einer normaleren Inflation*

Im Neuen Jahr wird sich der Preisauftrieb voraussichtlich wieder normalisieren. Bereits im Januar fallen die Effekte der deutschen Mehrwert- und Ökosteuer aus dem Vorjahresvergleich heraus. Zudem mehren sich die Anzeichen, dass die preistreibenden Lieferengpässe sich langsam ausweiten werden. Die hohen Rohstoffpreise bieten Produzenten einen Anreiz, das Angebot auszudehnen. Ein leichter Rückgang der Energiepreise kann dazu beitragen, dass der Anstieg der Verbraucherpreise in Deutschland und der Eurozone im Herbst 2022 wieder knapp unter 2 % liegen dürfte. Danach wird aber voraussichtlich ein moderater, aber anhaltender Aufwärtsdruck einsetzen, getrieben von höheren Lohnzuwächsen bei zunehmender Knappheit an Arbeitskräften sowie von den Kosten des Klimaschutzes. Auf Dauer müssen sich die deutschen Verbraucher wohl auf einen jährlichen Geldwertschwund von 2 % oder leicht darüber einstellen.

*Übernachfrage der Haushalte = mehr Inflationsdruck in den USA*

In den USA ist die Lage dagegen anders. Zusätzlich zu einem unerwartet knappen Angebot, das sich auf beiden Seiten des Atlantiks in Lieferengpässen und hohen Energiepreisen ausdrückt, kommt dort eine fiskalisch getriebene Übernachfrage der Verbraucher dazu. Für diese Übernachfrage ist auch die US-Notenbank verantwortlich, die sich nicht rechtzeitig mit ihrer Geldpolitik der allzu laxen Fiskalpolitik entgegengestellt hat. Zudem reagieren im flexiblen US-Arbeitsmarkt die Löhne schneller auf eine Knappheit an Arbeitskräften. Dank der Stimulusschecks haben sich offenbar einige US-Bürger vorläufig vom Arbeitsmarkt zurückgezogen. Das erhöht den Lohndruck.



Diese Übernachtfrage dürfte anhalten, bis die US-Geldpolitik ihren Fuß vollständig vom Gas genommen hat. Trotz der vier Zinserhöhungen von jeweils 25 Basispunkten, die wir von der US Fed in 2022 und weitere drei in 2023 erwarten, wird die Geldpolitik wohl frühestens 2025 wieder neutral sein. Deshalb rechnen wir damit, dass die US-Inflation im Laufe des Jahres 2022 zwar ebenfalls zurückgeht, aber anders als in der Eurozone nur auf knapp 3 % im Herbst 2022 statt auf etwas unter 2 % fällt.

*Fuß vom Gas – so schnell wie möglich*

## 6. Weniger Rückenwind für Finanzmärkte

Anleger an den Finanzmärkten versuchen, auf die Trends der Zukunft zu setzen. Kurse streben bereits dann nach oben, wenn die Konjunktur sich noch nicht vollständig von einem Rückschlag erholt hat. Das hat sich auch 2020 und 2021 wieder gezeigt. Unterstützt durch die Geld- und Finanzpolitik haben die Aktienmärkte 2021 vielfach neue historische Höchststände erklommen.

*Finanzmärkte setzen mehr auf die Zukunft denn auf die aktuelle Lage*

Trotz der bereits erreichten Gewinne und der Omikron-Risiken ist auch der Ausblick für das Jahr 2022 aus fundamentaler Sicht insgesamt eher positiv. Spätestens nach dem Auslaufen der Winterwelle(n) der Pandemie dürfte die Wirtschaftsleistung kräftig zulegen. Das sollte sich auch in den Gewinnen der Unternehmen niederschlagen. Allerdings könnte es im Verlauf des Jahres immer wieder mal zu schmerzhaften Rückschlägen kommen. Das sich abzeichnende Ende der Anleihekäufe der US-Notenbank, die deutlich verminderten Ankäufe der EZB und der zu erwartende Anstieg der US-Leitzinsen könnten die Märkte verunsichern. Zudem dürften höhere Finanzierungskosten die zinsensensitiven Sektoren des Marktes belasten. In Bewertungsmodellen müssen künftige Erlöse bei höheren Zinsen stärker abdiskontiert werden. Auch der hohe Lohndruck in den USA und der langsam anziehende Anstieg der Lohnkosten in der Eurozone könnten den Spielraum für den weiteren Gewinnzuwachs vieler Unternehmen einengen. So komfortabel wie das Jahr 2021 wird 2022 wohl kaum werden.

*Verhalten positive Aussichten für 2022*

In unsicheren Zeiten suchen Anleger sichere Häfen. Global zählt dazu vor allem der US-Dollar. Wir rechnen damit, dass im kommenden Jahr bei alles in allem guter Konjunktur Kapital vermehrt aus solch sicheren Häfen in mehr risikobehaftete Anlagen abfließen wird. Ein Kapitalfluss aus dem US-Dollar in Schwellenländer könnte dazu beitragen, den aktuell deutlich überbewerteten US-Dollar auf etwa 1,17 zum Euro zu drücken. Damit läge der US-Dollar weiterhin über seinem langfristigen Gleichgewichtswert von etwa 1,30, der sich aus dem Vergleich der Kaufkraft beider Währungen ergibt. Im Herbst 2021 haben die neue Welle der Pandemie und die Aussicht auf höhere US-Zinsen zunächst einmal jedoch den US-Dollar gestützt. Da diese beiden Faktoren aber mittlerweile weitgehend eingepreist sein dürften, werden sie vermutlich das Geschehen im Jahr 2022 nicht mehr allzu stark prägen. Allerdings könnten gelegentliche Rückschläge an den Finanzmärkten dem US-Dollar zwischenzeitlich immer mal wieder etwas Auftrieb geben.

*Weniger Bedarf für sichere Häfen*

## 7. Ein Blick auf die Risiken

*Die größte Überraschung wäre das Ausbleiben schlechter Überraschungen*

Nach den großen Schocks der vergangenen Jahre könnte die größte Überraschung des Jahres 2022 sein, dass diesmal keine unangenehme Überraschung die Konjunktur aus dem Tritt bringt. Aber die Risiken sind erheblich. Aus heutiger Sicht könnten vor allem drei Risiken unseren verhalten positiven Ausblick auf 2022 nachhaltig stören.

*Pandemie ohne Ende?*

Erstens setzen wir darauf, dass die Pandemie spätestens ab dem Frühjahr 2022 zumindest für Wirtschaft und Finanzmärkte ihre Schrecken verloren haben wird, gegebenenfalls mit einem an die Omikron-Variante angepassten und dann massenhaft produzierten Impfstoff. Sollte dies nicht der Fall sein und/oder sollten neue Varianten die erreichte Immunität so weitgehend umgehen können, würde sich der Wirtschaftsausblick erheblich eintrüben. Längere harte Lockdowns in vielen Regionen der Welt über den Januar hinaus wären dann erneut ein reales Risiko. Zudem könnte es sein, dass viele Verbraucher dann von sich aus auf Reisen und viele andere Dinge des üblichen Lebens verzichten wollten.

*Unerwartet hartnäckige Inflation könnte Märkte und Konjunktur belasten*

Zweitens beruht unser positiver Ausblick auf der Annahme, dass die Inflation sich im Verlauf des Jahres spürbar zurückbildet, auch wenn sie in den USA wohl nahe bei 3 % verharren dürfte. Sollte sich die Inflation dagegen als so hartnäckig erweisen, dass sich die US Fed gezwungen sieht, hart auf die Bremse zu treten, statt nur den Fuß vom Gas zu nehmen, könnte dies zunächst die Kurse purzeln lassen und dann die Konjunktur abrupt ausbremsen. Vor einem Jahr hatten wir dies als mögliches Risiko für das Jahr 2022 bezeichnet. Angesichts des aktuell hohen Inflationsdrucks müssen wir dieses Risiko besonders im Auge behalten – auch wenn gerade die US Fed sich im Zweifelsfall vermutlich für etwas mehr Inflation statt für höhere Arbeitslosigkeit entscheiden würde.

*Im Fokus der europäischen Politik: Rom und Paris*

Drittens müssen wir wie üblich die politischen und geopolitischen Risiken im Auge behalten. Unangenehme Überraschungen kann es immer wieder geben. Italien hat sich unter Premierminister Mario Draghi überraschend gut entwickelt. Aber sollte Draghi sich im Januar entscheiden, sich zum Präsidenten der Republik wählen zu lassen, um seinen aktuellen Schleudersitz gegen einen sicheren und angenehmen Job für die nächsten sieben Jahre zu tauschen, könnte eine Regierungskrise in Rom die Märkte verunsichern. In Frankreich hat der Reformpräsident Emmanuel Macron gute Chancen, dass die Wähler ihn im April in seinem Amt bestätigen. Sollte sich stattdessen seine liberal-konservative Herausforderin Valerie Pécresse durchsetzen, würde dies die Wirtschaftspolitik wohl kaum berühren. Ein Wahlsieg des rechtsradikalen Lagers um Marine Le Pen und Éric Zemmour oder des Linksauslegers Jean-Luc Mélenchon könnte dagegen Staub aufwirbeln und Sand ins Getriebe der europäischen Zusammenarbeit streuen. Zum Glück zeichnet sich dies derzeit nicht in den Meinungsumfragen ab.

*Geopolitisches Risiko Nr. 1: Wie verhält sich Beijing?*

Geopolitisch können jederzeit alte oder neue Krisenherde für Spannungen sorgen. Das wirtschaftlich angeschlagene Russland bleibt unberechenbar. Sollte China seinen in letzter Zeit lauter vorgetragenen Drohungen gegen Taiwan Taten folgen lassen, könnte dies die Weltpolitik in erhebliche Turbulenzen stürzen. Da das noch immer in weiten Teilen unterentwickelte China letztlich mehr noch als Europa und die USA vom Weltmarkt abhängig ist und sich einen großen Konflikt mit der Supermacht USA kaum leisten kann, wird es hoffentlich vor einem solchen Schritt zurückschrecken.



## TEIL 3 IM FOKUS: DIE GROSSEN THEMEN FÜR 2022

### 1. Klimaschutz - aber richtig

(Dr. Holger Schmieding)

Die Ampelkoalition hat sich viel vorgenommen. Sie will Deutschland auf den Weg zur Klimaneutralität führen, ohne die Wirtschaft zu beeinträchtigen. Für unser reiches und innovationsstarkes Land strebt sie dabei eine Vorreiterrolle an. Das ist gut so. In der Diskussion spielt allerdings der Beitrag, den wir tatsächlich zum Schutz des Weltklimas leisten können, bisher nur eine Nebenrolle. Deutschland und Europa gehörten zwar einst zu den größten Klimasündern. Aber mittlerweile belasten China, Indien und Brasilien zusammen die Atmosphäre fast fünfmal mehr als die EU. Deutschland selbst trägt nur 1,7 % zum globalen Ausstoß von Klimagasen bei.

*Die Ampel hat sich viel vorgenommen*

Klima kennt keine Grenzen. Viel wichtiger für das Klima in der Welt – und damit auch bei uns – ist es, dass vor allem die besonders schmutzigen Schwellenländer sauberer werden. Einen kleinen Beitrag können wir dazu leisten, indem wir in Einzelfällen den Klimaschutz vor Ort subventionieren, beispielsweise durch Projekte zum Schutz des Regenwaldes oder Fördergelder für saubere Kraftwerke. Zudem sollte die EU ihren Einfluss einsetzen, um andere Länder dazu zu bewegen, ihre Emissionen durch eine Herausgabe von Verschmutzungsrechten zu begrenzen und einen grenzüberschreitenden Handel zuzulassen. Dann könnten wir durch den Erwerb solcher Rechte dort den Ausstoß schädlicher Gase begrenzen.

*Klima kennt keine Grenzen*

Aber noch wichtiger ist, dass der Mächtgern-Vorreiter Deutschland als Vorbild taugt. Nur wenn wir der Welt vorführen, dass der klimafreundliche Wandel bei uns mit wachsendem Wohlstand einhergeht, werden ärmere Länder uns nacheifern wollen. Wenn wir dagegen unsere Wirtschaft übermäßig belasten und neben Wohlstandseinbußen obendrein schärfere soziale und politische Spannungen heraufbeschwören, würde unser Ehrgeiz eher als abschreckendes Beispiel dienen. Unsere teils verkorkste Energiewende sollte uns dabei eine Mahnung sein. Die Förderung erneuerbarer Energien hat zwar einige beeindruckende Ergebnisse erzielt. Aber die Strompreise für Haushalte liegen etwa 40 % über dem EU-Durchschnitt. Deshalb gilt die deutsche Energiewende international nicht als Vorbild, sondern eher als das Gegenteil.

*Der Mächtgern-Vorreiter sollte vor allem als Vorbild taugen*

Kurz vor der Wahl hatte die Große Koalition die nationalen Vorgaben noch einmal verschärft. Statt gemäß dem EU-Ziel bis 2030 mindestens 55 % der Emissionen gegenüber 1990 einzusparen, hat Deutschland jetzt 65 % ins nationale Gesetzbuch geschrieben. Das ist löblich. Aber ein „koste es, was es wolle“, um das nationale Ziel zu erreichen, könnte dem Weltklima und uns sogar schaden. Ob wir 65 % oder vielleicht nur 62 % schaffen, wird die Klimapolitik der großen Verschmutzerländer weniger prägen als die Frage, ob sie Deutschland als Erfolgsbeispiel wahrnehmen.

*Ein „koste es, was es wolle“ könnte dem Klima eher schaden*

In der Regierung angekommen sollten die Koalitionäre sich als erstes von der im Wahlkampf genährten Illusion verabschieden, Klimaschutz sei kostenlos. Die Atmosphäre

*Klimaschutz kostet*



nicht mehr als nahezu kostenfreie Müllhalde für schädliche Gase zu missbrauchen, schränkt den gesamtwirtschaftlichen Verteilungsspielraum ähnlich ein wie ein Anstieg der Preise für importierte Rohstoffe. Allerdings können wir durch eine sachgerechte Wahl der Mittel die direkten Kosten des Klimaschutzes eingrenzen. Zudem können wir uns mit klug gesetzten Anreizen für Forschung und Investitionen einen technologischen Vorsprung erarbeiten, mit dem wir auf Dauer unsere Export- und Wirtschaftskraft stärken könnten. Und natürlich würden wir durch weniger Abgase unsere Atemluft und damit unsere Gesundheit verbessern. Daraus lassen sich sechs Grundsätze ableiten:

*Vorrang für  
marktwirtschaftliche Mittel*

Erstens: Um den Schadstoffausstoß mit geringstmöglichen Kosten zu reduzieren, müssen wir vor allem breit eingesetzte marktwirtschaftliche Instrumente nutzen und reine Verbote möglichst vermeiden.

*Der Emissionshandel hat  
sich bewährt*

Zweitens: Der europäische Emissionshandel hat sich bewährt. Ihn auf EU- und nationaler Ebene auf immer weitere Bereiche auszudehnen, sollte eine Priorität sein. Dies ist wichtiger als der genaue Preis und die Menge der Zertifikate. Eine sektorübergreifende Lösung ermöglicht, dass dort eingespart wird, wo es relativ günstig ist. Je mehr Länder einbezogen werden können, auch jenseits der EU, desto besser. Mit dem Vorschlag eines entsprechenden Klimaklubs weist der Koalitionsvertrag in die richtige Richtung.

*Grenzausgleich für dreckig  
hergestellte Einfuhren*

Drittens müssen höhere Preise für den Schadstoffausstoß einhergehen mit einem möglichst mit den USA und anderen Industriestaaten abgestimmtem Grenzausgleich für dreckig hergestellte Einfuhren, um ein bloßes Verlagern der Emissionen ins Ausland zu unterbinden. Das gäbe anderen Ländern zudem einen Anreiz, sauberer zu produzieren.

*Subventionen können  
sinnvoll sein...*

Viertens lassen sich statt höherer Kosten für die Emission von Klimagasen auch Subventionen für den Übergang zu saubereren Technologien einsetzen. Anders als die Herausgabe von Verschmutzungsrechten belasten sie zwar den Staatshaushalt. Dafür entlasten sie jedoch Unternehmen und deren Kunden, die daraufhin durch einen Abbau mancher Steuerprivilegien etwas mehr belastet werden könnten.

*...müssen aber zeitlich  
begrenzt werden*

Fünftens ist beim Einsatz von Subventionen zu beachten, dass diese oft ein Eigenleben führen. Sie sind der Traum der Lobbyisten. Während Preise für den Schadstoffausstoß möglichst breit aufgestellt sein sollten, müssen Subventionen gezielt eingesetzt und von vorneherein zeitlich begrenzt sein mit einem gesetzlich festgelegten Fahrplan zum Abbau.

*Offenheit für neue  
Technologien*

Sechstens müssen die Vorgaben technologieoffen bleiben. Dazu gehören angemessene Preise für den CO<sub>2</sub>-Ausstoß ebenso wie Ausgleichszahlungen für besonders betroffene Bürger und die Förderung klimafreundlicher Technologien.

*Schnellere Verfahren – auch  
daran wird sich die Ampel  
messen lassen müssen*

Zum Glück hat sich mittlerweile herumgesprochen, dass wir für die Klima- und Mobilitätswende mehr Strom brauchen als zuvor, der zudem schadstoffarm produziert werden und dort verfügbar sein muss, wo er gebraucht wird. Mit der Absicht, die Zeit für Planungs- und Genehmigungsverfahren für Investitionen mindestens zu halbieren, hat die Ampelkoalition bereits ein wichtiges Signal gesandt. Wenn SPD und Grüne dies tatsächlich gegenüber ihrer eigenen Basis durchsetzen, wäre das wirklich vorbildlich.



## 2. Die große Chance: Goldene Zwanziger Jahre sind möglich

(Dr. Holger Schmieding)

Vor hundert Jahren begannen nach Weltkrieg und Spanischer Grippe die wilden Zwanziger Jahre. Die Verzweiflung und Lebenslust der Überlebenden entluden sich in einem langen Boom mit vielerlei Exzessen, der schließlich in einer neuen Katastrophe endete. Kann sich die Geschichte wiederholen? Ja und nein. Ja, wir haben die große Chance auf einen kräftigen und langanhaltenden Aufschwung nach der Pandemie. Aber nein, aus heutiger Sicht gibt es keinen Grund, ein Ende mit Schrecken vergleichbar mit der großen Depression ab 1929 zu befürchten. Wenn die Wirtschaftspolitik keine groben Fehler macht, können es diesmal goldene Zwanziger Jahre werden.

*Nach Weltkrieg und  
Spanischer Grippe:  
die wilden 1920er Jahre*

Noch hält die Pandemie unser Leben im Würgegriff. Aber Besserung ist in Sicht. Frühlingssonne und Impffortschritte können helfen. Bereits im Sommer 2020 und erneut in 2021 hat sich gezeigt, wie schnell die Konjunktur wieder anspringen kann, wenn die pandemische Lage es zulässt.

*Nach der Pandemie kann die  
Konjunktur anspringen*

Über den reinen Wiederaufschwung nach dem Schock der Pandemie hinaus sprechen gute Gründe für eine längere Phase höheren Wachstums der Wirtschaftsleistung pro Kopf in der westlichen Welt. Schocks zwingen uns, unsere Gewohnheiten auf den Prüfstand zu stellen und Neues auszuprobieren. Krisen treiben Innovationen. Viele von uns mussten sich seit März 2020 im Homeoffice auf digitale Technologien umstellen, die wir vorher nur selten genutzt hatten. In den letzten zehn Jahren hat sich zudem eine ungewöhnliche Kluft aufgetan zwischen den Unternehmen, die Spitzentechnologien einsetzen und solchen, die weit hinterherhinken. In der Krise haben die Spitzenreiter ihre Position ausbauen können. Viele andere Unternehmen, die bisher neue Technologien nicht hinreichend nutzen, werden unter Druck geraten. Entweder sie finden den Anschluss – oder sie verschwinden auf Dauer vom Markt. Beides erhöht die gesamtwirtschaftliche Produktivität.

*Gute Gründe für eine lange  
Phase höheren Wachstums*

Auch die zusätzlichen Schulden, die vor allem schwächere Unternehmen in der Pandemie aufnehmen mussten, wirken letztlich wie eine Produktivitätspeitsche. Bei Finanzierungskosten, die schrittweise, aber spürbar steigen werden, müssen sie sich mehr anstrengen, um nicht unterzugehen.

*Sogar Schulden können  
Produktivitätstreiber sein*

Dazu kommt die Demographie. In Europa, Nordamerika und China gehen die geburtenstarken Jahrgänge im Verlauf der zwanziger Jahre in den Ruhestand. Sobald die Konjunktur sich vom Corona-Einbruch erholt hat, werden gute Arbeitskräfte von Jahr zu Jahr knapper und begehrter werden. Um den daraus resultierenden Lohndruck abzufedern, werden Unternehmen verstärkt in arbeitssparende Technologien investieren. Damit steigt die Wirtschaftsleistung pro Kopf. Da der demographische Wandel große Teile der Weltwirtschaft gleichzeitig betrifft, werden Unternehmen ihm nur sehr begrenzt durch den Wechsel in Niedriglohnländer ausweichen können.

*Weniger Arbeitskräfte  
= steigender Lohndruck  
= mehr Innovationen*



*Bessere Löhne, weniger  
Populismus?*

Schnellere Lohnzuwächse bei Vollbeschäftigung können auf Dauer auch die politische Stimmung prägen. Sie werden helfen, die gefährliche Kluft zwischen höheren und niedrigeren Einkommen wieder etwas zu verringern und damit eine Quelle der Unzufriedenheit einzudämmen, die zum Aufstieg des Populismus beigetragen hat.

*Auf die Politik kommt es an*

Die Aussicht auf goldene Zwanziger Jahre nach einem düsteren Start ins neue Jahrzehnt beschreibt eine Chance. Ob wir sie nutzen, entscheidet sich daran, ob wir auf drei große Herausforderungen richtig reagieren: auf den massiven Anstieg der Staatsschulden, den Bedarf für mehr Daseinsvorsorge, den die Pandemie brutal offengelegt hat, und auf den Klimawandel.

*Staatsfinanzen zurück  
ins Lot*

Nach dem Schöpfen aus dem Vollen müssen wir die Staatsdefizite wieder ins Lot bringen. Aber höhere Steuern und Sozialabgaben, die Arbeitnehmer und den Mittelstand belasten, wären Gift. Deutschland hat es mit einem Rückgang seiner staatlichen Schuldenquote von 82,5 % im Jahr 2010 auf knapp 60 % in 2019 bereits vorgemacht: Wachstum mit Vollbeschäftigung, letztlich das Ergebnis der Erfolgsagenda 2010, ist das einzig wirksame Rezept gegen hohe Staatsschulden. Ein höheres Renteneintrittsalter gehört dazu.

*Bessere Risiko- und  
Daseinsvorsorge sind teuer*

Eine bessere Risiko- und Daseinsvorsorge wird Geld kosten. Unternehmen müssen ihre Lieferketten breiter aufstellen. Auch Staaten müssen Reserven vorhalten, um für Krisen gerüstet zu sein. Feuerwehr und Polizei mussten schon immer so ausgestattet sein, dass sie im Normalfall nicht voll ausgelastet sind, um im seltenen Notfall schnell und kraftvoll eingreifen zu können. Dieses Prinzip muss auch für die Gesundheitsfürsorge gelten. Damit wir uns das bei begrenztem Potenzial an Arbeitskräften leisten können, muss die öffentliche Verwaltung besser, digitaler und vernetzter werden.

*Marktwirtschaftliche  
Instrumente für den  
Klimaschutz*

Das klimaschonende Umsteuern unserer Wirtschaft und unseres eigenen Verhaltens ist gut für uns alle. Aber Klimaschutz kostet. Um die Belastungen für Bürger und Unternehmen in Grenzen zu halten, müssen wir den gebotenen Wandel zur Klimaneutralität mit klaren und verlässlichen Vorgaben und mit marktwirtschaftlichen Instrumenten durchsetzen – wie im Abschnitt „Klimaschutz – aber richtig“ auf Seiten 13 und 14 näher erläutert.

*Die großen Risiken:  
politische Fehler, gesplante  
Gesellschaft und Populismus*

Im vergangenen Jahrhundert endeten die wilden Zwanziger Jahre in einer wirtschaftlichen Katastrophe, der eine noch größere politische Katastrophe folgte. Dies sollte uns heute eine Warnung sein, vor allem vor den Gefahren einer falschen Wirtschaftspolitik, einer gesellschaftlichen Spaltung und des Populismus. Wir sind heute im Vorteil. Wir wissen mehr darüber, wie man Wirtschaftskrisen wirksam bekämpfen kann. Nach der Finanzkrise von 2008/2009 und in der Pandemie haben wir das gezeigt. Sowohl eine Hyperinflation als auch eine neue Große Depression sind heute unwahrscheinlich. Auch wissen wir weit mehr über die Gefahren des Populismus als früher. Deshalb gibt es gute Chancen, dass die Zwanziger Jahre diesmal tatsächlich golden werden können. Aber nur, wenn wir die Weichen richtigstellen.

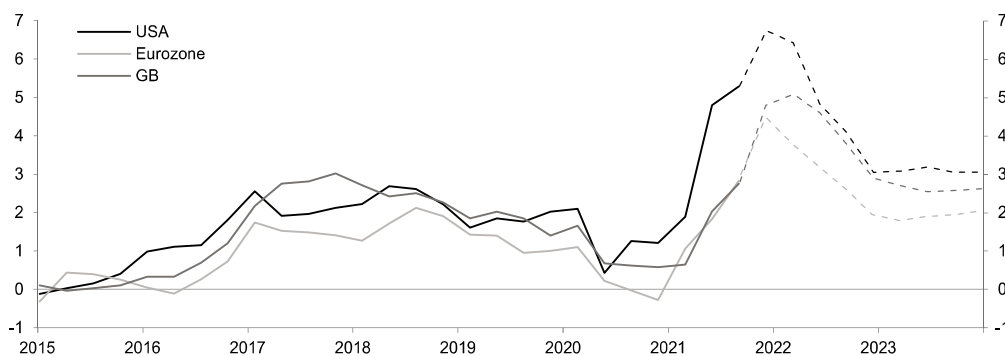
### 3. Inflation: Sowohl vorübergehend als auch dauerhaft

(Salomon Fiedler)

Die Inflation ist im Laufe des Jahres 2021 auf beiden Seiten des Atlantiks in die Höhe geschossen (Abb. 3). Im November waren die Verbraucherpreise gemessen am harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI – das Maß, das verwendet wird, um Inflationsraten europaweit vergleichbar zu machen) in Deutschland 6,0 % und in der Eurozone 4,9 % höher als ein Jahr zuvor. Auch die Verbraucherpreisindizes in Großbritannien und in den Vereinigten Staaten legten kräftig zu; die Teuerung gegenüber dem Vorjahresmonat lag hier im November bei 5,1 % bzw. 6,8 %. Im Jahr 2020 waren die Inflationsraten mit 0,3 % in der Eurozone, 1,0 % in Großbritannien und 1,2 % in den Vereinigten Staaten noch merklich hinter den Zielmarken der Zentralbanken von 2 % zurückgeblieben.

*Inflation schießt in die Höhe*

**Abb. 3: Inflationsraten mit Berenberg-Prognosen**



Anstieg der Verbraucherpreise gegenüber dem Vorjahreszeitraum in %. Gestrichelt: Berenberg-Prognose. USA: CPI-U, Eurozone: HVPI, GB: VPI, Quellen: BLS, Eurostat, ONS, Berenberg

Die derzeit sehr hohen Inflationsraten ergeben sich zum Teil aus Sondereffekten, die demnächst abklingen dürften. Im Jahr 2020 waren die Ölpreise im Zuge der Corona-Krise eingebrochen. Inzwischen haben sie sich aber mehr als erholt. Dies führt im Vorjahresvergleich zu deutlich steigenden Energiepreisen. In der Eurozone dürfte der Ölpreis im November rund einen Prozentpunkt zur Gesamtinflation (im Vorjahresvergleich) beigetragen haben. Von nun an wird der Beitrag aber wohl zurückgehen und bis kommenden Sommer auf null fallen. Der europäische Börsenpreis für Erdgas stieg dieses Jahr noch deutlich kräftiger als der Ölpreis – im Oktober war er rund 540 % höher als ein Jahr zuvor. Erfahrungsgemäß dauert es eine Weile, bevor die Börsenpreise an die Verbraucher durchgereicht werden – teils länger als sechs Monate. Im Oktober trug die Gaskomponente in etwa 0,4 Prozentpunkte zur Verbraucherpreis-inflation im Euroraum bei. In den Wintermonaten könnte der Beitrag auf 1,1 Prozentpunkte steigen, wobei das genaue Nachlaufmuster gegenüber den Börsenpreisen aufgrund des extremen Preisanstiegs und möglicher politischer Interventionen mit besonderer Unsicherheit behaftet ist. Insgesamt dürfte der Gaspreiseffekt später nachlassen als der Ölpreiseffekt. Aber ab dem Frühjahr sollte sich die Normalisierung des Gas-Börsenpreises allmählich auch bei den Verbrauchern bemerkbar machen. Ende nächsten Jahres dürfte die Gaskomponente dann nur noch 0,2 Prozentpunkte zur Gesamtinflation beitragen.

*Vorübergehende  
Sondereffekte:  
Energiepreise, ...*

*...Transportkosten,  
Knappheiten, Steuern*

Neben den Energiepreisen treiben weitere Sondereffekte die Inflation. Nach den harten Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie und der nicht-synchronen Wiedereröffnung der Weltwirtschaft sind Vorprodukte, Transportdienstleistungen und Arbeitskräfte knapp. Dies schlägt sich in letzter Konsequenz auch in den Preisen auf der Verbraucherseite nieder. So trugen die erhöhten Frachtraten in der Containerschifffahrt zuletzt schätzungsweise 0,4 Prozentpunkte zum Vorjahresabstand der Verbraucherpreise im Euroraum bei. Annahmegemäß geht dieser Effekt in den kommenden Monaten zurück. Wenn sich die Frachtraten im Laufe des nächsten Jahres normalisieren, wird der Inflationsbeitrag Ende 2022 dann mit  $-0,4$  Prozentpunkten in die entgegengesetzte Richtung wirken. In Deutschland erhöhen derzeit zudem die temporär gesenkte Mehrwertsteuer im zweiten Halbjahr 2020 sowie die Einführung der neuen CO<sub>2</sub>-Steuer Anfang 2021 den Vorjahresabstand der Verbraucherpreise. Mittelbar dürfte die Inflation in der Eurozone mit dem Entfallen dieser Steuereffekte zu Beginn des kommenden Jahres um 0,4 Prozentpunkte nachgeben.

*Inflationspitze erreicht?*

Im kommenden Jahr wird die Inflation in der Eurozone voraussichtlich erneut niedriger sein als in den Vereinigten Staaten und Großbritannien, wenngleich auch dort die Inflation in den kommenden Monaten ihren Höhepunkt überschreiten dürfte. Vorbehaltlich weiterer Überraschungen, könnte die Inflation in der Eurozone bereits im November, als sie aufgrund eines statistischen Effekts im Zusammenhang mit der Neugewichtung des Warenkorbes um etwa einen Viertelprozentpunkt nach oben verzerrt war, ihren Zenit erreicht haben. Wenn die Angebotsengpässe sich erwartungsgemäß langsam verringern, dürften die Teuerungsraten in Deutschland und der Eurozone im späteren Jahresverlauf zeitweilig sogar knapp unter die Zielmarke von 2 % fallen. Bereits in den Jahren vor der Corona-Krise verzeichnete die Eurozone eine weniger kräftige Inflation als die angelsächsischen Länder. Darüber hinaus war und ist die Fiskalpolitik insbesondere in den Vereinigten Staaten deutlich expansiver als in der Eurozone.

*Aufwärtsrisiko  
Überersparnis*

Ein Aufwärtsrisiko für die Inflation ergibt sich aus den hohen Überersparnissen, die die Haushalte in allen drei Währungsräumen in der Krise angehäuft haben. Zwar wurden ihre Einkommen jeweils durch den Fiskus gestützt, aufgrund von Eindämmungsmaßnahmen gegen die Pandemie hatten sie aber weniger Gelegenheit, das Geld auszugeben. Bis Ende Q2 2021 häuften die Haushalte in der Eurozone Überersparnisse im Wert von rund 12 % ihrer Konsumausgaben im Vorkrisenjahr 2019 an. In Großbritannien und den Vereinigten Staaten war es mit 15 % bzw. 18 % sogar noch mehr. Sollten die Haushalte einen erheblichen Teil dieses Geldes kurzfristig ausgeben, könnte dieser Nachfrageschub die Inflation merklich erhöhen.

*Längerfristig: Teuerung  
aufgrund von Demografie,  
grüner Transformation*

Längerfristige Trends deuten auf einen höheren Preisauftrieb in diesem Jahrzehnt hin. Der demografische Wandel wird den Bevölkerungsanteil im erwerbsfähigen Alter reduzieren. Eine geringere Zahl von Arbeitern relativ zu Konsumenten führt zu preistreibenden Knappheiten. Die grüne Transformation, die darauf abzielt, den CO<sub>2</sub>-Ausstoß zu vermindern, wird ebenfalls zur Teuerung beitragen – direkt durch neue Emissionssteuern und indirekt aufgrund kostspieliger Investitionen in neue Energiequellen, die nötig sind, um ein gegebenes Produktionsniveau aufrechtzuerhalten. Auch dürfte die Fiskalpolitik insgesamt etwas expansiver ausgerichtet bleiben.

## TEIL 4 AUSGEWÄHLTE REGIONEN

### 1. USA: Hohe Inflationsdynamik fordert Notenbank heraus

(Dr. Jörn Quitzau)

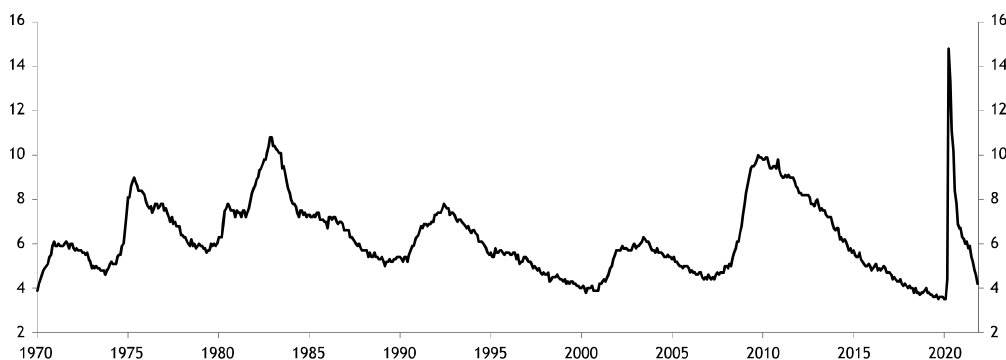
Die amerikanische Wirtschaft ist gut durch das zweite Jahr der Pandemie gekommen. 2021 dürfte das Bruttoinlandsprodukt real um 5,5 % gewachsen sein. Das BIP hat sein Vor-Krisen-Niveau bereits im zweiten Quartal erreicht. Der Arbeitsmarkt hat den Corona-Schock aus dem Frühjahr 2020 bestens überwunden. Die Arbeitslosenquote ist inzwischen auf 4,2 % gefallen. Damit ist sie nicht mehr weit von dem historisch niedrigen Vor-Krisen-Niveau entfernt (Abb. 4). In vielen Bereichen werden die Arbeitskräfte inzwischen knapp. Offene Stellen können nicht immer besetzt werden. Infolgedessen steigen die Löhne, was die Kaufkraft stärkt, aber auch zur Inflationsdynamik beiträgt.

*Kräftiges Wachstum, Boom  
am Arbeitsmarkt*

Der Wiederaufschwung ist dank der äußerst expansiven Geld- und Fiskalpolitik robust ausgefallen. Den Notfallprogrammen im Jahr 2020 folgten 2021 neue gewaltige Ausgabenprogramme, die Präsident Biden auf den Weg gebracht hat: Anfang 2021 legte der US-Kongress ein Konjunkturprogramm in Höhe von 1,9 Billionen US-Dollar auf. Im November folgte ein Infrastruktur-Paket mit einem Volumen von 1,2 Billionen US-Dollar. Zudem ist ein Programm mit sozial- und umweltpolitischer Ausrichtung geplant, das aber wohl keine politische Mehrheit finden wird.

*Kräftige fiskalpolitische  
Impulse*

**Abb. 4: US-Arbeitslosenquote fällt Richtung Vor-Krisen-Niveau**



In %. Quelle: Macrobond

Wegen der umfangreichen Fiskalprogramme dürfte das Haushaltsdefizit auch dieses Jahr bei beträchtlichen 13 % des BIP liegen (nach 16,5 % im vergangenen Jahr). Für das kommende Jahr erwarten wir einen Rückgang des Defizits auf 6,7 %. Im Vergleich zur Eurozone wäre das aber immer noch sehr hoch: Für die Eurozone rechnen wir 2022 mit einem Defizit in Höhe von 3,4 %. Die amerikanische Notenbank hat der Regierung die Finanzierung der Ausgabenprogramme erleichtert, indem sie mit ihren Anleihekäufen die Zinsen und damit die staatlichen Finanzierungskosten niedrig gehalten hat. Insgesamt haben die Ausgabenprogramme aber dazu beigetragen, dass die realen verfügbaren Einkommen und die Ersparnisse während der Pandemie kräftig gestiegen sind. Für reichlich Nachfrage ist also auch im kommenden Jahr gesorgt.

*Hohe verfügbare  
Einkommen sorgen  
für Nachfrage*

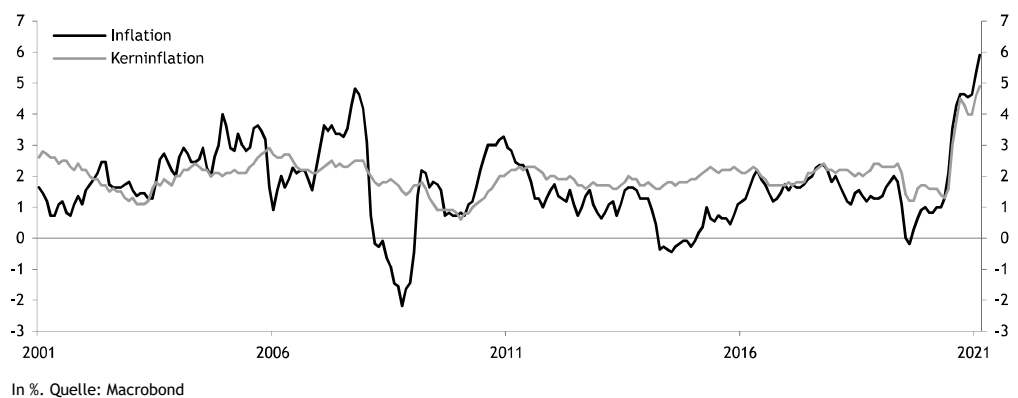
*Überraschung: Die Preise steigen kräftig*

Die lebhaftere Nachfrage hat in den USA für erheblichen Preisauftrieb gesorgt. Seit März steigen die Inflationsraten deutlich stärker als es die meisten professionellen Beobachter erwartet hatten. Auch die amerikanische Notenbank wurde von der Geschwindigkeit – und inzwischen von der Hartnäckigkeit – der Preisanstiege überrascht. Seit Juni liegt die Inflationsrate oberhalb von 5 %. Im November stieg sie auf ein 39-Jahreshoch von 6,8 %. Natürlich treiben die Energiepreise die Inflation auch in den USA nach oben. Doch selbst die um Energie- und Nahrungsmittelpreise bereinigte Kerninflation zeigt eine kräftige Aufwärtstendenz: Seit Juni liegt die Kerninflation bei über 4 %, mit einem vorläufigen Hoch von 4,9 % im November (Abb. 5). Mit anderen Worten: Der zugrundeliegende Inflationsdruck ist hoch. Der starke Dollar-Wechselkurs dämpft den Preisauftrieb bisher sogar noch ein wenig. Wenn der Dollarkurs nachgibt – was wir für wahrscheinlich halten –, würde der preisdämpfende Effekt etwas nachlassen, weil die Importpreise steigen.

*Inflation zwingt die Fed zum Kurswechsel*

Die US-Währung ist bisher vor allem deshalb so stark, weil die Fed von den stark gestiegenen Preisen quasi gezwungen wurde, den Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik schneller als erwartet einzuleiten. Der Devisenmarkt honoriert diesen geldpolitischen Schwenk bisher. Die Fed handelt dabei durchaus sachgerecht. Im Rahmen ihres dualen Mandats – stabile Preise und hohe Beschäftigung – hat sie bei ihren Entscheidungen inzwischen den Arbeitsmarkt stärker im Fokus. Dank des Beschäftigungsbooms kann sie sich nun wieder stärker um die Preisstabilität kümmern und die Geldpolitik straffen. Die Wirtschaft ist stabil genug, um mit moderat höheren Zinsen umgehen zu können.

**Abb. 5: Inflationsschub, auch bei der Kernrate**



*Aussichten für 2022*

Wie sind die Aussichten für 2022? Die Fed wird ihre Wertpapierkäufe schneller zurückfahren und die Nettokäufe im März beenden. Anschließend dürfte sie den Leitzins viermal um jeweils 25 Basispunkte anheben. Die Inflation dürfte im Jahresdurchschnitt nur ganz leicht auf 4,6 % zurückgehen. Für das Bruttoinlandsprodukt erwarten wir einen realen Zuwachs von 4,1 %. Neben den üblichen Unwägbarkeiten auf globaler Ebene und der Gefahr einer Lohn-Preis-Spirale stellt die amerikanische Wirtschaftspolitik ein Risiko für unseren positiven Konjunkturausblick dar: Höhere Steuern und schärfere Regulierungen könnten die Wirtschaft belasten.



## 2. Eurozone: Erholung abgeschlossen, wie weit trägt der Boom?

(Salomon Fiedler)

Im Schlussquartal 2021 dürfte das Bruttoinlandsprodukt der Eurozone wieder sein Vorkrisenniveau erreicht haben. Das ist etwas später als in den USA, die bereits im zweiten Quartal so weit waren. Allerdings war die Eurozone auch besonders hart von der Pandemie getroffen worden. Die Kontaktbeschränkungen zur Eindämmung der Infektionen waren tiefgreifender, die Impfkampagne kam später ins Rollen und die stärker handelsorientierte Wirtschaft litt besonders unter dem stockenden internationalen Handel. Auch schlug die fiskalpolitische Antwort auf die Krise in der Eurozone weniger über die Stränge als in den USA.

*Erholung abgeschlossen*

Die Erholung ist in den einzelnen Mitgliedstaaten der Währungsunion unterschiedlich weit vorangeschritten. Während ausweislich vorliegender BIP-Zahlen für Q3 2021 die Wirtschaftsleistung vielerorts – einschließlich in den baltischen Staaten, den Benelux-Ländern und sogar beim Sorgenkind Griechenland – bereits ihr Vorkrisenniveau wieder übertraf, schlugen sich andere Länder deutlich schlechter. Am weitesten hinkte Spanien hinterher (6,6 % unter Vorkrisenniveau), aber auch Portugal und Malta haben noch merklich Aufholbedarf (3,2 % bzw. 2,9 %). Unter den drei größten Ländern stand Frankreich am besten da (0,1 % Rückstand), Italien (1,3 %) und auch Deutschland (1,1 %) liegen dagegen weiter zurück.

*Unterschiede zwischen den Mitgliedsländern*

Engpässe bei Vorleistungsgütern und Transportkapazitäten behindern die Produktion. Während Deutschland die Anfangsphase der Corona-Krise vergleichsweise gut überstand, wurde es in diesem Jahr besonders stark durch die weltweiten Lieferkettenprobleme ausgebremst. Zwar gingen bei der Industrie in großem Umfang Aufträge ein, allerdings fehlten entweder wichtige Vorprodukte – wie beispielsweise Mikrochips – oder diese konnten aufgrund der ausgereizten Frachtkapazitäten nicht zeitnah geliefert werden. In vielen Bereichen dürften die Knappheiten im Laufe des kommenden Jahres allmählich nachlassen. Firmen investieren und werben Arbeiter an, um ihre Produktionskapazitäten auszuweiten. Es deutet sich an, dass der Auslastungszenit in der Frachtschifffahrt mit dem ausklingenden Weihnachtsverkehr überschritten ist (Abb. 6: Containerumschlag-Index und Container im Stau). Sobald sich die angebotsseitigen Bremsen lockern, dürfte die Wirtschaft gerade auch in Deutschland wieder kräftiger expandieren.

*Lieferkettenprobleme und Engpässe treffen nicht zuletzt Deutschland*

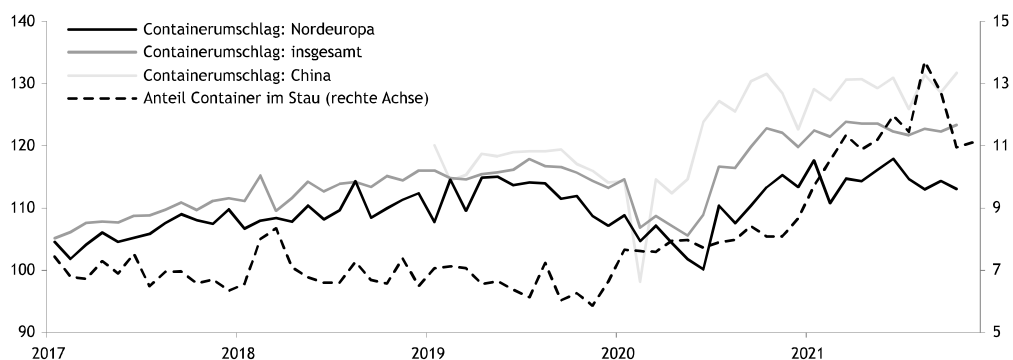
Zwar sind die wirtschaftlichen Einschnitte längst nicht mehr so tief wie im Frühjahr 2020, allerdings verhindern wiederholt Rückschläge vonseiten der pandemischen Lage eine vollständige Normalisierung. Anfang 2021 kamen die Impfkampagnen im Euroraum zunächst nur schleppend in Gang. Später verhinderte die ansteckendere Delta-Variante des Virus eine weitreichendere Wiedereröffnung der Wirtschaft. So blieb im Sommer die Tourismussaison in Südeuropa insgesamt enttäuschend. Auch viele andere Dienstleister konnten nicht voll zum Normalbetrieb zurückkehren. Und jüngst veranlasste die Omikron-Variante die Regierungen wieder dazu, Kontaktbeschränkungen zu verschärfen. Die strengeren Regeln stellen für sich genommen ein Risiko für die wirtschaftliche Entwicklung in diesem Winter dar. Insgesamt wichtiger ist aber, welche längerfristigen Strategien die Regierungen verfolgen werden. Sollten die Einschränkungen nur kurzzeitig gelten, um den Impf-Booster-Kampagnen Zeit zu verschaffen oder höchstens

*Immer wieder Rückschläge vonseiten der Pandemie*



die Produktion von an die Virus-Varianten angepassten Impfstoffe zu ermöglichen (was wohl bis Ende März 2022 geschehen könnte), wäre der Schaden weit geringer, als wenn von nun an aufgrund der fortlaufenden Mutation des Virus regelmäßig neue Lockdowns ins Haus stünden.

**Abb. 6: Containerumschlag-Index und Container im Stau**



Containerumschlag-Index basiert auf Daten von 94 Häfen weltweit; Nordeuropa: "North Range"-Häfen (Le Havre, Zeebrugge, Antwerpen, Rotterdam, Bremen/Bremerhaven, Hamburg); 2015=100, saisonbereinigt, Oktober 2021: vorläufige Schätzung; Anteil Container im Stau in%: Anteil der geladenen Containerkapazität von Schiffen, die sich nicht bewegen, an den gesamten Containern auf See (ausschließlich Schiffe, die gerade be-/entladen werden). Quellen: RWI/ISL, Berechnungen von Vincent Stamer (IfW Kiel) anhand von Fleetmon-Daten

*Politische Weichenstellungen  
in Italien und Frankreich*

Ob die Länder des Euroraums ihre langfristigen Wachstumschance nutzen können, hängt davon ab, inwiefern sie notwendige Strukturreformen durchführen. In zwei der größten Staaten stehen hierfür besonders wichtige Entscheidungen an. Bereits im Januar müssen in Italien Parlament und Vertreter der Regionen einen neuen Präsidenten bestimmen. Diesem kommt neben zeremoniellen Aufgaben traditionell auch eine entscheidende Rolle bei der Findung neuer Ministerpräsidenten zu – angesichts der Kurzlebigkeit vieler italienischer Regierungen keine ganz unwichtige Aufgabe. Ein führender Kandidat für das Präsidentenamt ist der derzeitige Ministerpräsident Mario Draghi. Bislang ist unklar, wer nach einem Postenwechsel Draghis dessen Nachfolge als Ministerpräsident antreten würde – und damit auch die zukünftige Richtung der italienischen Politik vorgibt. Die Franzosen sind im April aufgerufen, einen Präsidenten zu wählen (und die Parlamentswahlen dort folgen im Juni). Umfragen zufolge hat Emmanuel Macron gute Chancen, im Amt bestätigt zu werden. In diesem Fall dürfte er seinen behutsamen Reformkurs fortsetzen. In einigen kleineren Ländern, wie zum Beispiel Portugal, stehen nächstes Jahr ebenfalls Parlamentswahlen an.

*Anhaltender  
Wirtschaftsboom*

Alles in allem dürfte die Wirtschaft in der Eurozone in den kommenden Jahren stark expandieren. Die angebotsseitigen Engpässe und Verwerfungen werden nach und nach zurückgehen. Auch die Pandemie sollte schrittweise ihren Schrecken verlieren. Die EZB wird den Boom wohl nicht ausbremsen und noch bis 2023 warten, bevor sie die Leitzinsen anhebt. Die Arbeitslosenrate, die bereits jetzt wieder in etwa auf ihrem Vorkrisenniveau liegt, wird wohl in den kommenden Jahren weiter fallen und das BIP dürfte in den Jahren 2022 bis 2024 jeweils deutlich stärker zulegen, als es der längerfristige Trend erwarten ließe. Da jedoch jeder Boom früher oder später sein Ende findet, sollte die Politik jetzt das günstige Umfeld für Reformen nutzen.

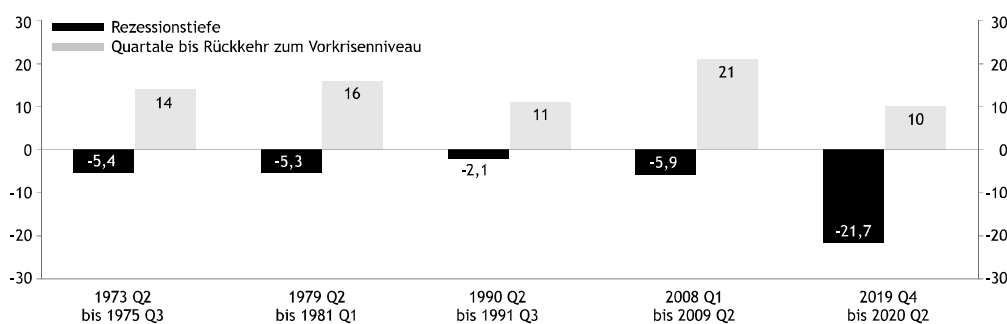
### 3. Großbritannien: Schneller Aufschwung nach dem Einbruch

(Salomon Fiedler)

Die Corona-Krise führte zur tiefsten Rezession in der modernen britischen Geschichte – danach erholte sich das BIP aber auch im Rekordtempo. Die britische Wirtschaftsleistung war im zweiten Quartal 2020 um rund 20 % eingebrochen. Bereits im dritten Quartal 2020 setzte aber ein kräftiger Aufschwung ein. Die Corona-Welle im Winter 2020/2021 hinterließ deutlich geringere wirtschaftliche Spuren und die rasche Erholung setzte sich ab dem Frühjahr 2021 fort. Im zweiten Quartal 2022 dürfte das BIP dann sein Vorkrisenniveau übersteigen – zehn Quartale nach dem vorhergehenden Höhepunkt in Q4 2019 und damit so schnell wie noch nie in der jüngeren Geschichte Großbritanniens (Abb. 7: Britische Rezessionen im Vergleich). Gegenüber den USA und der Eurozone bliebe Großbritannien damit aber etwas zurück.

*Rekord-Erholung nach Corona-Einbruch*

**Abb. 7: Britische Rezessionen im Vergleich**



Berechnung auf Basis des realen BIP, Quartalsdaten. Rezessionstiefe in %. Quellen: ONS, Berenberg

Der im internationalen Vergleich besonders starke Rückgang des realen BIP in Großbritannien im Jahr 2020 war auch Folge einer statistischen Eigenheit bei der Preisbereinigung. Das britische Statistikamt wies in der Krise im Vergleich zu anderen Ländern einen relativ hohen Anteil des nominalen BIP der Preiskomponente zu und einen relativ kleinen der realen („mengenmäßigen“) Produktion. So wurde entfallener Präsenzunterricht an Schulen weitgehend als Unterrichtsausfall gewertet – d.h. als geringere Produktion bei wenig veränderten Kosten, denn die Lehrer wurden weiterbezahlt. Nach einem besonders tiefen Einbruch in der Hochphase der Krise führte dies aber auch zu einer gleichermaßen rascheren Erholung nach der Wiedereröffnung.

*Besonders ausgeprägtes Rezessionsmuster aus statistischem Grund*

Firmen und Haushalte stehen bereit, ihre Ausgaben zu erhöhen: Die Haushalte häuften während der Krise hohe Überersparnisse an – in Q2 2021 beliefen sie sich bereits auf 15 % der Konsumausgaben des Vorkrisenjahres 2019. Selbst wenn sie nur einen kleinen Teil dieser Ersparnisse ausgeben, verfügen sie über mehr als genug Kaufkraft, in den kommenden Jahren die Entbehrungen während der Pandemie wettzumachen. Bereits jetzt sind es weniger mangelnde Nachfrage als vielmehr angebotsseitige Knappheiten, die einer noch schnelleren Expansion des BIP im Wege stehen. Aber die Firmen reagieren mit einer Ausweitung ihrer Produktionskapazitäten. Die Investitionsabsichten sind in die Höhe geschwollen und allerorten wird händeringend nach Arbeitskräften gesucht. Damit sind die Voraussetzungen für einen fortgesetzten wirtschaftlichen Aufschwung gegeben.

*Überersparnis und Kapazitätsausweitung*



*Internationaler Handel:  
Reisebeschränkungen und  
Brexit*

Der internationale Handel ist eine Schwachstelle. Der Dienstleistungshandel und die Güterexporte hängen stark hinter ihren Vorkrisenniveaus zurück und zeigten bislang keinen Ansatz zur Besserung. Lediglich die Güterimporte konnten sich weitgehend erholen. Internationale Reisebeschränkungen aufgrund der Pandemie waren zuletzt oft recht streng im Vergleich zu Restriktionen im Inland. Dies trifft nicht nur den Tourismus; auch Dienstreisen wurden dadurch erschwert, weswegen auch in anderen Branchen weniger Geschäfte zustande kamen. Darüber hinaus dürften die bürokratischen Umstellungen aufgrund des Brexits noch zu weiteren Reibungsverlusten führen.

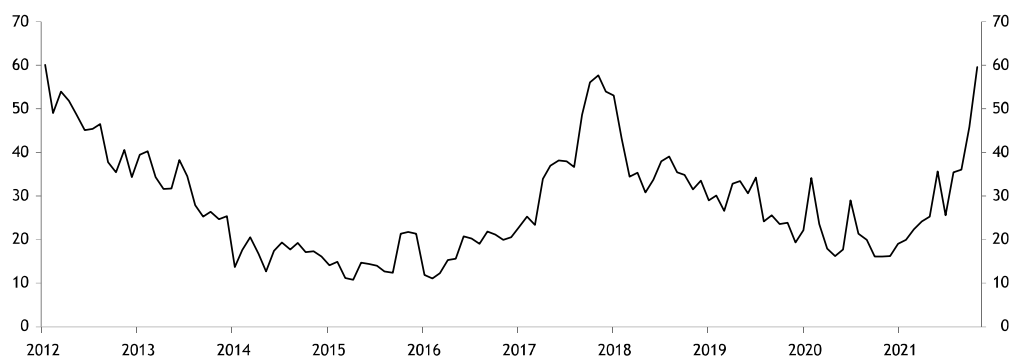
*Höhere Staatsausgaben*

Die Regierung will sowohl die laufenden Ausgaben als auch die öffentlichen Investitionen merklich steigern. Die Staatsausgaben sollen mittelfristig etwa 42 % des BIP ausmachen. Im Haushaltsjahr 2018/2019 betrug sie noch 39 %. Rund ein Drittel der zusätzlichen Ausgaben soll in Investitionen fließen. Es bleibt abzuwarten, inwiefern die Regierung Gelder gezielt und effizient in sinnvolle Investitionsprojekte lenken kann und in welchem Maß die zur Gegenfinanzierung angehobenen Steuern die Wirtschaft belasten.

*Inflation auf breiter Front*

Der breit angelegte Anstieg der Inflation macht ein Eingreifen der Bank of England nötig. Es sind nicht mehr nur Ölpreiseffekte, die die britischen Verbraucherpreise in die Höhe treiben. Aufgrund angebotsseitiger Knappheiten bei gleichzeitig starker Nachfrage sind bei mehr und mehr Waren und Dienstleistungen deutliche Preissteigerungen zu verzeichnen (Abb. 8: Anteil am Verbraucherpreis-Warenkorb mit Preissteigerungen über 3 % im Vorjahresvergleich). Zwar könnte die Inflation in Q1 2022 mit reichlich 5 % ihre Spitze erreichen. Allerdings dürfte sie dann nur sehr allmählich nachlassen. Wir erwarten, dass die Bank of England deshalb die Leitzinsen weiter anheben wird auf 0,75 % Ende 2022 und 1,25 % Ende 2023. Aber auch unter diesen Bedingungen dürfte die Inflation noch über Jahre hinaus die 2 %-Marke überschreiten.

**Abb. 8: Anteil am VPI-Warenkorb mit Preissteigerungen über 3 % im Vorjahresvergleich**



Gewichtsanteil am Warenkorb von Waren, deren Preise um mehr als 3% im Vorjahresvergleich stiegen; Berechnungen auf Grundlage von 85 COICOP 5-Steller-Kategorien des Verbraucherpreisindex (VPI); Monatsdaten, in%. Quellen: ONS, Berenberg



## 4. China: Wirtschaftliche und politische Herausforderungen

(Dr. Jörn Quitzau)

China hatte die Pandemie 2020 wirtschaftlich schnell hinter sich gelassen. Mit einem realen Wachstum von voraussichtlich 8,0 % im Jahr 2021 hat China das Corona-bedingt schwache Vorjahr (+2,0 %) schnell vergessen lassen. Für 2022 erwarten wir einen erneut soliden BIP-Zuwachs von 5,2 %. Dennoch blicken die internationalen Beobachter immer wieder besorgt Richtung China. Dafür gibt es wirtschaftliche und politische Gründe.

Kurzfristig sorgt weiterhin die Corona-Pandemie für Ungewissheit. Da China eine rigide, ja autoritäre Eindämmungs-Politik verfolgt, kann es in betroffenen Regionen praktisch jederzeit zum wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Stillstand kommen. Neue Virus-Varianten und neue Corona-Ausbrüche stellen also ein latentes Risiko dar. Für Europa und Amerika ist dabei weniger ein Problem, dass Teile Chinas vorübergehend als Nachfrager ausfallen können. An Nachfrage mangelt es derzeit auf beiden Seiten des Atlantiks nämlich nicht. Problematisch wäre es, wenn durch Maßnahmen in China Produktions- und Lieferketten erneut unterbrochen werden. Damit würden die bereits bestehenden Angebotsengpässe verschärft, was die Inflationsdynamik erneut befeuern könnte.

Die Finanzmärkte beschäftigt seit einigen Monaten allerdings ein anderes Thema: Die Probleme am chinesischen Immobilienmarkt rund um den Immobilienkonzern Evergrande. Der Konzern ist hochverschuldet und hat Zahlungen mehrfach erst nach Fristverlängerungen geleistet. Die Ratingagentur Standard & Poor's mutmaßt, ein Zahlungsausfall sei unvermeidlich. Diese Ausfälle könnten wiederum andere Unternehmen in Schwierigkeiten bringen. Schon machen Erinnerungen an die Lehman-Pleite die Runde – zumal China selbst auch hoch verschuldet ist. Die Gesamtverschuldung liegt bei 290 % des BIP. Ein großer Teil der Schulden liegt im Unternehmenssektor. Die Staatsschulden liegen bei „harmlosen“ 70 % des BIP. Allerdings sind in China der Privat- und der Unternehmenssektor wesentlich enger verflochten als es in westlichen Volkswirtschaften der Fall ist. Deshalb wären Teile der Unternehmensschulden eigentlich dem Staat zuzurechnen. Glücklicherweise sind die Schulden weitgehend durch inländische Ersparnisse finanziert, was die Wahrscheinlichkeit einer internationalen Krise reduziert.

Insgesamt erwarten wir nicht, dass sich die Evergrande-Probleme zu einer großen Finanzkrise ausweiten. China strebt etwas mehr finanzielle Disziplin an und akzeptiert dafür inzwischen auch Verluste, wenn sie diejenigen treffen, die es sich leisten können. Letztlich wird die chinesische Administration aber wohl wieder eingreifen und finanzielle Mittel bereitstellen, bevor die Probleme außer Kontrolle zu geraten drohen.

Neben den Problemen im Immobiliensektor gibt es eine Reihe weiterer Unwägbarkeiten, die die Wirtschaft längerfristig belasten können. Dazu gehört die (Wirtschafts-) Politik einschließlich des harten Vorgehens gegen Teile des Technologiesektors sowie der Umgang mit Bevölkerungsminderheiten. Langfristig hat China zudem ein Demographie-Problem, denn die Bevölkerung altert. Das bremst das Produktivitätswachstum. Schließlich muss sich zeigen, welche Haltung die westlichen Volkswirtschaften zu China einnehmen werden, denn es herrscht ein Wettbewerb der Systeme – wirtschaftlich und politisch.

*Chinas Wirtschaft ist 2021 voraussichtlich um 8,0 % gewachsen. Prognose für 2022: 5,2 %*

*Corona-Ausbrüche in China könnten zeitweilig neue Lieferengpässe auslösen*

*Der Immobilienkonzern Evergrande hält die Finanzmärkte in Atem*

*Etwas mehr finanzielle Disziplin ist erwünscht*

*Strukturelle Probleme*

## TEIL 5 ZINSEN UND WÄHRUNGEN

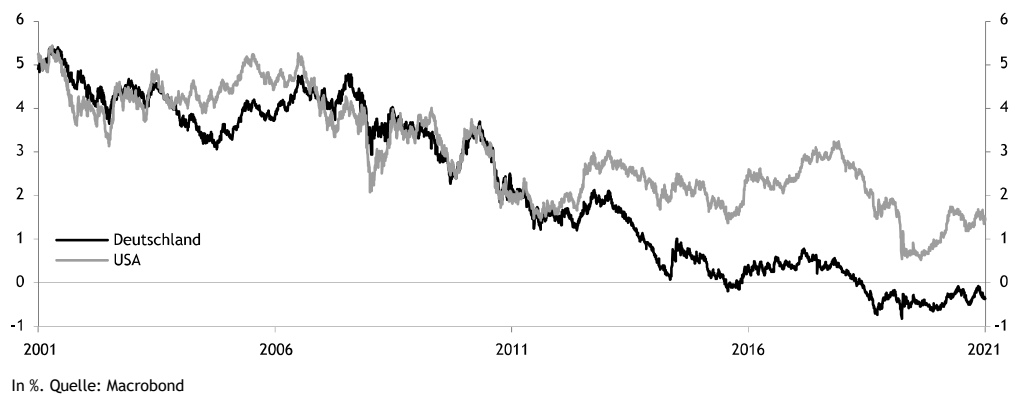
### 1. Zinsen: Gute Chancen für die Zinswende

(Dr. Jörn Quitzau)

*Kommt es diesmal anders?*

Alle Jahre wieder: Die Zinswende kommt. Oder kommt sie doch nicht? Schon mehrmals haben die Rentenmärkte Anlauf genommen, den jahrzehntelangen Abwärtstrend zu drehen. Doch zu einem dauerhaften Aufwärtstrend ist es nicht gekommen. Dieses Mal könnte es anders sein. Die Wahrscheinlichkeit für eine echte Zinswende ist ungleich höher. Den Unterschied zu den vergangenen Jahren macht der kräftige Inflationsanstieg.

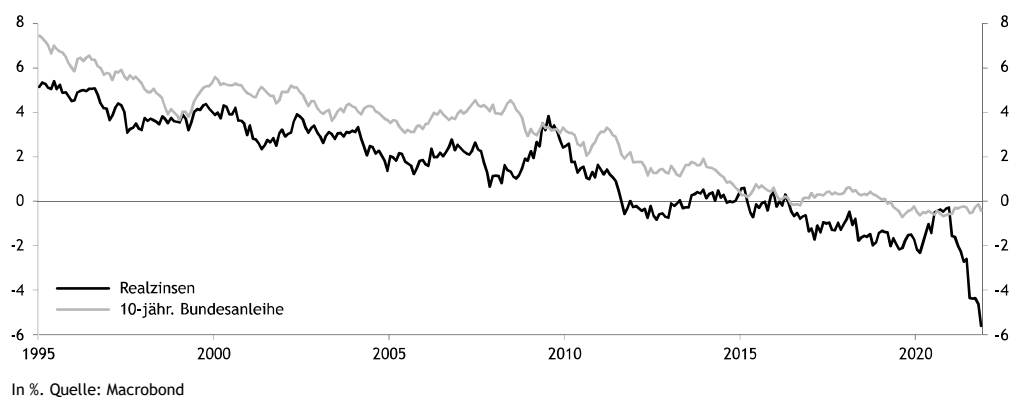
**Abb. 9: Rendite 10-jähriger Bundesanleihen - Zinsen vor der Trendwende?**



*Inflation als „Gamechanger“*

Höhere Preise führen üblicherweise auch zu höheren Zinsen. Die Investoren wollen für den Kaufkraftverlust kompensiert werden und verlangen einen Zinsaufschlag. Der starke Anstieg der Inflationsraten hat den Realzins (Nominalzins abzüglich Inflation) seit Jahresbeginn weit ins Minus gedrückt. Ende November „rentierte“ die zehnjährige Bundesanleihe mit rund  $-5,6\%$ . Nominalzins und Realzins klaffen wegen der hohen Inflation weit auseinander. Auffällig ist, dass der Nominalzins dennoch kaum gestiegen ist. Anleger werden für den Kaufkraftverlust also nicht entschädigt.

**Abb. 10: Inflation sorgt für Absturz der Realzinsen**





Dass die Zinsen bisher kaum gestiegen sind, liegt insbesondere daran, dass mit den Zentralbanken mächtige Käufer am Markt sind, die einen spürbareren Zinsanstieg verhindern. In den vergangenen Jahren konnten sie ihre expansive Geldpolitik ohne größere Bedenken treiben, weil die Preise stabil waren und keine Inflationsgefahr bestand. Nun aber sind die Inflationsraten nach oben geschossen. Dies zwingt die Zentralbanken regelrecht zu einer geldpolitischen Wende. Die amerikanische Zentralbank Fed hat im November begonnen, ihre Wertpapierkäufe um zunächst 15 Mrd. US-Dollar pro Monat zu reduzieren. Auch die anderen großen Zentralbanken werden ihre Käufe reduzieren und dem Markt somit weniger Liquidität zuführen. Damit wird der Weg für einen stärkeren Anstieg der Marktzinsen geebnet.

*Zentralbanken müssen bei hoher Inflation umsteuern*

Auch die robuste Konjunkturerholung, die wir für das nächste Jahr erwarten, spricht für steigende Zinsen. Zudem gelten amerikanische und deutsche Staatsanleihen als sichere Anlagehäfen, denen in unruhigen Zeiten Kapital zufließt – was den Zins weiter drückt. Wenn sich die Lage nach der Corona-Pandemie normalisiert, werden die sicheren Häfen an Attraktivität verlieren. Der damit verbundene Kapitalabfluss trägt zu steigenden Zinsen bei.

*Robuste Konjunkturerholung spricht für höhere Zinsen*

Für die nächsten zwölf Monate erwarten wir einen Zinsanstieg um bis zu einem knappen Prozentpunkt. Zehnjährige Bundesanleihen dürften Ende kommenden Jahres mit 0,3 % rentieren. Die amerikanischen Pendanten sehen wir bei 2,2 % und die britischen Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit bei 1,6 %. Damit würden die Realzinsen aber auch 2022 noch deutlich negativ bleiben. Trotz des von uns erwarteten Inflationsrückgangs werden die Inflationsraten in allen drei Währungsräumen deutlich oberhalb der Nominalzinsen verharren. Mit Staatsanleihen wird sich der Kaufkraftverlust also nicht ausgleichen lassen.

*Prognosen für Ende 2022*

Die Abbildungen 9 und 10 zeigen, dass der Abwärtstrend der Zinsen begonnen hatte, lange bevor die Zentralbanken in Reaktion auf die globale Finanzkrise zu einer anhaltend expansiven Geldpolitik übergegangen sind. Die Zentralbanken sind also nicht allein verantwortlich für die Zinserosion. Eine größere Rolle spielen die international hohen Ersparnisse. Die ausgeprägte Sparneigung hängt auch mit der demographischen Situation zusammen, denn die geburtenstarken Jahrgänge legen Geld für ihren Ruhestand zurück. Der hohen Ersparnis steht keine entsprechend große Kreditnachfrage gegenüber.

*Die Zentralbanken sind nicht allein für die Niedrigstzinsen verantwortlich*

Nun scheiden diese Jahrgänge altersbedingt nach und nach aus dem Erwerbsleben aus. Aus Arbeitskräften, die tendenziell sparen, werden Rentner, die ihre Ersparnisse tendenziell auflösen. Das Kapitalangebot sinkt dadurch auf längere Sicht, wodurch der Preis für Kapital – also der Zins – steigt. Da diese demographische Konstellation in vielen Industrienationen vorherrscht (wenn auch mit leicht versetztem zeitlichem Profil), dürfte dies auf längere Sicht zu einem neuen, aufwärtsgerichteten Zinstrend führen.

*Längerfristig sprechen auch strukturelle Gründe für eine Trendwende*

## 2. Währungen: Eine Durststrecke für den Euro

(Dr. Jörn Quitzau)

*Starker Beginn,  
schwacher Jahresverlauf*

Das Jahr 2021 verlief für den Euro enttäuschend. Dabei hatte es noch verheißungsvoll begonnen. Gegenüber der US-Währung startete die Gemeinschaftswährung mit einem starken Wechselkurs von rund 1,22 US-Dollar je Euro. In den ersten Tagen des Jahres ging es noch etwas höher bis über 1,23. Allerdings bedeutete dieser Kurs am 7. Januar bereits den Jahreshöchstwert. Seither sank der Außenwert des Euro unter Schwankungen und markierte im November ein Tief bei knapp 1,12 US-Dollar je Euro.

*Verluste auch gegenüber dem  
Schweizer Franken und  
anderen Währungen*

Die Schwäche ist breiter angelegt, denn der Euro büßte auch gegenüber anderen Währungen wie dem Schweizer Franken an Wert ein. Auch hier sah es zunächst nicht schlecht aus. Mitte Februar setzte der Euro sogar zu einem kleinen Höhenflug an und stieg bis Anfang März um mehr als drei Cent auf gut 1,11 Franken je Euro. Im vierten Quartal verlor der Euro bisher rund vier Cent und notiert nur noch bei 1,04 Franken je Euro.

*Britische Währung mit  
bärenstarkem erstem Quartal*

Ebenfalls abwärts ging es für den Euro gegenüber dem Britischen Pfund. Das zeitliche Verlaufprofil war jedoch anders als beim US-Dollar und Franken: Gegenüber der britischen Währung verlor der Euro im ersten Quartal knapp fünf Cent. Der Wechselkurs fiel auf 0,85 Pfund je Euro. Um diese Marke schwankte der Kurs im weiteren Jahresverlauf. Es ging für den Euro also nicht weiter bergab. Das erste Quartal war Ausdruck einer Pfund-Stärke: Nachdem die EU und Großbritannien kurz vor dem Jahresende 2020 doch noch ein Brexit-Anschlussabkommen abgeschlossen hatten, war der Weg frei für Kursgewinne. Hinzu kamen die schnellen Erfolge beim Impfen. Das Pfund erfreute sich deshalb guter Stimmung am Devisenmarkt. Ende des ersten Quartals haben wir nach dem kräftigen Anstieg korrekt diagnostiziert, dass die Luft für die britische Währung nun dünn würde.

*Unser Jahresausblick 2021  
ist nicht aufgegangen*

Darüber hinaus haben wir die Entwicklung am Devisenmarkt im ablaufenden Jahr jedoch überwiegend falsch eingeschätzt. In unserem Jahresausblick für 2021 hatten wir erwartet, dass die Dollar-Schwäche und die Euro-Stärke aus dem Jahr 2020 keine Eintagsfliegen sein würden. Dementsprechend hatten wir einen Anstieg des Wechselkurses auf etwa 1,25 US-Dollar je Euro prognostiziert. Doch es kam anders.

*Fundamental sprach einiges  
gegen den US-Dollar*

Aus fundamentaler Sicht sprach tatsächlich viel für den Euro und gegen den US-Dollar. Die USA hatten ihre Geld- und Fiskalpolitik im Zuge der Pandemie noch expansiver gestaltet als die Länder der Eurozone. Daraus würde ein stärkerer Anstieg der Staatsschulden und eine höhere Inflationsdynamik resultieren – tatsächlich ist es so gekommen. Zudem hatte sich die amerikanische Notenbank im Zuge der Strategieüberprüfung im Sommer 2020 eine höhere Inflationsstoleranz eingeräumt: Die Fed setzt sich seither stärker für einen hohen Beschäftigungsstand ein und richtet ihre Geldpolitik entsprechend aus. Zudem lässt der Schwenk der Fed auf das sogenannte „average inflation targeting“ für eine gewisse Zeit höhere Inflationsraten zu, wenn damit unerwünscht geringe Inflationsraten aus den Vorjahren ausgeglichen werden. Wir waren deshalb optimistisch, dass der Euro daraus Kapital schlagen könnte und sein Außenwert steigen würde.

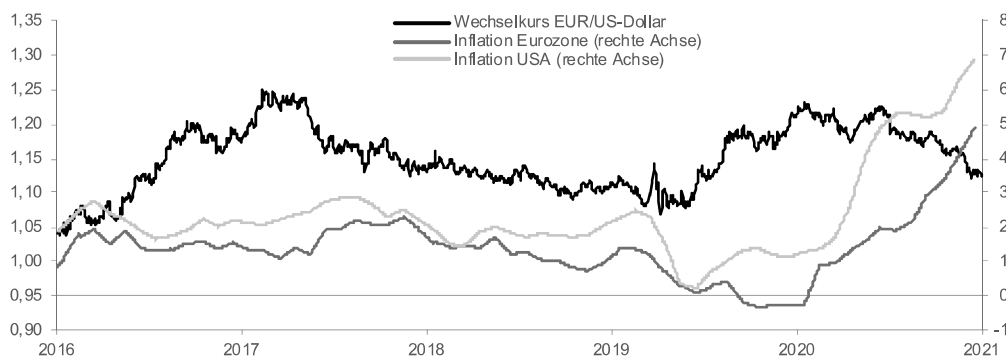
Inzwischen hat auch die EZB ihre geldpolitische Strategie überprüft und die Ergebnisse bekanntgegeben. Sie hat ebenfalls beschlossen, flexibler und im Ergebnis toleranter mit zeitweilig höheren Inflationsraten umzugehen. Diese neue Flexibilität nutzt die EZB bisher stärker als die Fed. EZB-Präsidentin Lagarde betont noch immer, dass die Inflationstreiber überwiegend nur temporär wirken und die Inflation ohne geldpolitische Gegenmaßnahmen mittelfristig wieder unter den Zielwert von zwei Prozent sinken werden. Die amerikanische Notenbank und ihr Chef Jerome Powell räumen hingegen ein, dass die in den USA noch weit kräftiger gestiegene Inflation nicht mehr nur auf vorübergehende Faktoren zurückzuführen ist. Wegen der hohen Inflationsdynamik hat sie begonnen, die monatlichen Wertpapierkäufe zurückzufahren. Sie wird die Käufe im März 2022 beenden und anschließend die Leitzinsen schrittweise anheben. Wir erwarten für das kommende Jahr insgesamt vier Zinserhöhungen von je 25 Basispunkten.

*Divergierende Geldpolitik*

Die Aussicht auf höhere Zinsen hat die Stimmung am Devisenmarkt zugunsten des US-Dollars gedreht. Dabei spielte es bisher erstaunlicherweise keine Rolle, dass der Vorsprung bei den Nominalzinsen von der höheren US-Inflation nahezu aufgezehrt wird. Die realen Zinsen zehnjähriger Staatsanleihen sind jedenfalls in beiden Währungsräumen tief im Minus. Unter dem Strich bleibt die Erkenntnis, dass die hohe Inflationsdynamik in den USA bisher positiv für den US-Dollar wirkt, weil sie ein früheres Umsteuern der Notenbank erzwungen hat.

*Inflationsdynamik wird zum Vorteil für den US-Dollar*

**Abb. 11: EUR/USD - Geringere Inflationsdynamik wird zum Nachteil für den Euro**



Quelle: Macrobond

Die abwartende Haltung der EZB hat sich hingegen als Belastung für den Euro erwiesen. In der Eurozone belief sich die Teuerung im November auf beachtliche 4,9 % gegenüber 6,8 % in den USA. Während die US-Notenbank, die Bank of England und andere Notenbanken einen geldpolitischen Kurswechsel einleiten, gibt sich die EZB betont gelassen. Da sie die Inflation – trotz einer deutlichen Aufwärtsrevision für 2022 – tendenziell als vorübergehend einstuft, wird sie den Leitzins noch über das kommende Jahr hinaus bei 0 % halten. Gleichwohl: Wir halten den mittelfristigen Inflationsausblick der EZB für zu optimistisch. Strukturelle Gründe sprechen dafür, dass die Teuerungsraten nicht wieder auf ihr sehr niedriges Niveau der letzten Dekade zurückkehren. Nach einem Abklingen der Sondereffekte dürfte die Inflation zwar wieder spürbar sinken, doch schon 2024 kann sie im Jahresdurchschnitt wieder über die 2 %-Marke steigen.

*Die Gelassenheit der EZB lastet derzeit auf dem Eurokurs*

*Inflationsprognosen der EZB  
wobl zu optimistisch*

Wenn die EZB ihre Inflationsprognosen für 2023 und 2024 nach oben korrigiert, wird sie auch den Zeitpunkt ihrer Zinswende auf 2023 terminieren. Die EZB-Sitzung im Dezember deutet darauf, dass eine Zinserhöhung im Jahr 2023 zwar möglich, aber noch nicht wahrscheinlich ist. Wir erwarten für das Jahr 2023 hingegen bereits zwei Zinsschritte je 25 Basispunkten. Die EZB wird zunächst die Anleihekäufe reduzieren und das Pandemie-Kaufprogramm PEPP im März auslaufen lassen. Im Gegenzug wird das reguläre Kaufprogramm APP im zweiten Quartal von 20 auf 40 Mrd. Euro pro Monat aufgestockt und im dritten Quartal auf 30 Mrd. Euro reduziert. Insgesamt hält sich die EZB die Möglichkeit offen, flexibel auf neue wirtschaftliche Herausforderungen zu reagieren.

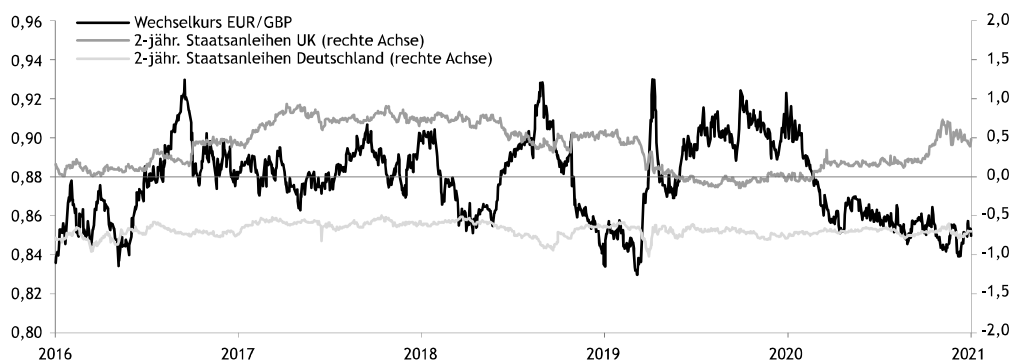
*Mittelfristig bleiben wir  
optimistisch für den Euro*

Der Devisenmarkt hat die Probleme, mit denen die USA längerfristig zu kämpfen haben, in den letzten Monaten weitgehend ausgeblendet. Die geldpolitische Wende der Fed und der damit verbundene Zinsvorsprung dominieren. Zudem hat der US-Dollar von seiner Eigenschaft als sicherer Anlaghafen profitiert. Insgesamt erscheint die Dollarstärke zu weit gelaufen zu sein. Schon die zu erwartende Gegenbewegung macht ein kleines Euro-Comeback wahrscheinlich. Kräftiger wird die europäische Gemeinschaftswährung aber erst dann zulegen, wenn sich auch für Europa ein geldpolitischer Kurswechsel abzeichnet. Das könnte im Laufe des kommenden Jahres der Fall sein. Auf Dauer dürften auch die ausgeprägten Haushaltsdefizite der USA den Dollar belasten. Mittel- und langfristig bleiben wir also optimistisch für den Euro.

*Euro/Pfund: Anhaltender  
Seitwärtstrend zu erwarten*

Mit 0,85 Pfund je Euro steht der Wechselkurs aktuell exakt dort, wo wir ihn in unserem Jahresausblick zum Jahresende 2021 erwartet hatten. Wir hatten zudem prognostiziert, dass der Großteil der Pfund-Stärke in der ersten Jahreshälfte stattfindet und der Wechselkurs danach eine Seitwärtsbewegung einschlägt. Nun erwarten wir, dass sich diese Seitwärtsbewegung im kommenden Jahr fortsetzt. Wir sehen den Wechselkurs Ende 2022 ungefähr auf dem aktuellen Niveau.

**Abb. 12: EUR/GBP - Britischer Zinsvorteil bereits im Wechselkurs Euro enthalten**



Quelle: Macrobond





Es gibt Argumente, die für einen stärkeren Pfund-Kurs sprechen. Schon jetzt hat das Pfund einen Zinsvorteil, gemessen an den Renditen zweijähriger Staatsanleihen (Abb. 12). Zudem hat die Bank of England begonnen, die Geldpolitik mit ihrer kleinen Zinserhöhung am 16. Dezember sichtbar zu straffen. Im kommenden Jahr dürften zwei weitere Zinsschritte je 25 Basispunkte folgen, während die EZB absehbar zurückhaltend bleiben wird. Daraus resultiert die Chance, dass das Pfund gegenüber dem Euro zulegen wird. Allerdings dürfte diese Zinsperspektive bereits in den Wechselkurs eingepreist sein.

*Britischer Zinsvorsprung  
wohl bereits eingepreist*

Für den Schweizer Franken geht ein weiteres starkes Jahr zu Ende. Im ersten Quartal sah es einige Zeit noch so aus, als könne der Euro gegenüber dem Franken einen Aufwärtstrend starten. Innerhalb weniger Wochen legte die Gemeinschaftswährung gut drei Cent zu. Doch die Gewinne bröckelten sukzessive ab und nach einer Zwischenerholung im August/September ging es für den Euro beschleunigt bergab. Der Wechselkurs fiel Anfang Dezember unter 1,04 Franken je Euro und damit auf den tiefsten Stand seit 2015. Der Franken hat inzwischen ein Niveau erreicht, auf dem die Schweizer Nationalbank (SNB) in der Vergangenheit am Devisenmarkt spürbar interveniert hätte, um den Franken gegenüber dem Euro zu schwächen. Diesmal scheint die SNB nur sehr moderat aktiv zu sein.

*Schweizer Franken: Ein  
weiteres starkes Jahr*

Die Parität ist in Sichtweite. Trotzdem fällt der Alarm an den Finanzmärkten im Vergleich zu früher recht bescheiden aus. Wie ist das zu erklären? Am gängigsten ist derzeit der Hinweis auf die unterschiedlich hohen Inflationsraten: Während die Preise in der Eurozone im November im Vorjahresvergleich um 4,9 % zulegten (in Deutschland gar um 5,2 %), stiegen sie in der Schweiz lediglich um 1,5 %. Der hohe Franken-Kurs wird also aktuell durch die in der Eurozone höhere Inflation ausgeglichen. Oder mit anderen Worten: Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Schweiz leidet nicht unter dem hohen Wechselkurs, wenn er durch steigende Preise in der Eurozone abgefedert wird. So wird der Einkaufstourismus für Schweizer Bürger in grenznahen Regionen weniger attraktiv, wenn die Waren in Deutschland, Italien oder Frankreich spürbar teurer werden.

*Geringere Inflationsdynamik  
in der Schweiz*

Für sich genommen stimmt das Inflations-Argument. Allerdings war der Franken auch vor dem jüngsten Kursanstieg schon überbewertet. Das Schweizer Preisniveau ist noch immer deutlich höher als in der Eurozone, auch nach dem diesjährigen Preisschub im Euroraum. Der Wechselkurs gleicht die Unterschiede im Preisniveau nicht aus. Somit bleibt der Franken überbewertet. Der wesentliche Grund, weshalb der sehr hohe Franken-Kurs diesmal keine große Alarmstimmung auslöst, dürfte am Gewöhnungseffekt liegen. Die Schweizer Wirtschaft hat sich inzwischen auf den hohen Franken-Kurs eingestellt. Das ist ein wesentlicher Unterschied zu 2015. Sofern die Finanzmärkte im kommenden Jahr von größeren Risiken verschont bleiben und die Schweizer Währung nicht erneut als sicherer Anlegehafen angesteuert wird, dürfte der Eurokurs wieder auf rund 1,08 Franken je Euro steigen.

*Schweizer Wirtschaft  
hat sich an den teuren  
Franken gewöhnt*



**Abb. 13: Euro fällt zum Schweizer Franken auf den tiefsten Stand seit 2015**



Quelle: Macrobond

### Update: Digitale Zentralbankwährungen

*Bitcoin-Kurs mit erneuter Achterbahn-Fahrt*

Jahr für Jahr sorgen Bitcoin und andere Kryptowährungen für Schlagzeilen. Immer wieder schaffen sie es, mit Kurskapriolen auf sich aufmerksam zu machen. Der Bitcoin notierte zum Jahreswechsel 2020/2021 bei rund 30 000 US-Dollar und stieg im Jahresverlauf in der Spitze auf über 67 000 US-Dollar. Bitcoin-Spekulanten brauchten aber erneut starke Nerven. Immer wieder gab es heftige Rückschläge. So fiel der Bitcoin-Kurs Anfang Dezember zeitweilig deutlich unter die 50 000er-Marke.

*Bitcoin und digitale Zentralbankwährungen auf dem Vormarsch*

Über die Kursentwicklung hinaus wird in Fachkreisen auch über Regulierungsfragen und die zunehmenden Verwendungsmöglichkeiten von Bitcoin und anderen Kryptowährungen diskutiert. Dabei steht die Sorge im Raum, die privaten, dezentral organisierten Finanzinnovationen könnten u.a. im Zahlungsverkehr eine bedeutende Rolle bekommen und sich dem Einfluss der Zentralbanken entziehen. Zudem sind einige Länder wie China schon relativ weit bei der Entwicklung sogenannter digitaler Zentralbankwährungen. Auf den Bahamas gibt es bereits digitales Zentralbankgeld. El Salvador hat den Bitcoin sogar als gesetzliches Zahlungsmittel zugelassen.

*EZB sieht mehrere Gründe, die Einführung von digitalem Zentralbankgeld zu prüfen*

Angesichts dieser Entwicklungen ist es nachvollziehbar, dass auch die EZB die Einführung eines digitalen Euro prüft – die zweijährige Untersuchungsphase hat offiziell im Oktober 2021 begonnen. U.a. soll die Frage der zugrundeliegenden Technologie geklärt werden. Wenn ein solcher „E-Euro“ kommt, wäre er ein digitales Pendant zum Bargeld und soll dieses ergänzen, nicht ersetzen. Die EZB sieht mehrere Gründe für einen E-Euro: Die Nachfrage nach elektronischen Zahlungsmitteln steigt. Die Bargeldnutzung sinkt spürbar (auch wegen der Corona-Pandemie). Andere Notenbanken beschäftigen sich intensiv mit digitalen Zentralbankwährungen – gemäß einer Umfrage der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) haben sich im Jahr 2017 64 % aller befragten Zentralbanken mit digitalen Zentralbankwährungen beschäftigt, 2020 waren es schon 86 %. Und schließlich sind es einige der privaten Kryptowährungen, die die Finanzstabilität gefährden und Verbraucherschutzanforderungen nicht gerecht werden könnten.



Nach der EZB hat sich in diesem Jahr auch die Bundesbank in einem Monatsbericht ausführlich mit dem digitalen Euro auseinandergesetzt. Eine Befragung von Verbrauchern und Fachleuten hat laut Bundesbank ergeben, dass der Schutz der Privatsphäre besonders wichtig ist. 43 % der Befragten erwarten Datensicherheit von einer digitalen Zentralbankwährung. Aus Nutzersicht geht es letztlich darum, ein schnelles, sicheres und unkompliziertes Zahlungsmittel zu bekommen.

*Erwartung von Verbrauchern und Fachleuten: schnelles, sicheres und unkompliziertes Zahlungsmittel*

Eine Umfrage des Center for Financial Studies unter Fach- und Führungskräften der deutschen Finanzindustrie ergab ein gemischtes Bild: Nur 52 % der Befragten sprechen sich für einen digitalen Euro aus, 42 % sind dagegen. Rund drei Viertel der Befragten befürchten Risiken für die Geschäftsmodelle der Geschäftsbanken: 43 % sehen mittlere und 31 % hohe Risiken.

*Gemischte Stimmung unter deutschen Finanz-Fachleuten*

In jedem Fall wird es noch einige Jahre dauern, bevor ein digitaler Euro kommt. Die Überprüfungsphase der EZB ist auf zwei Jahre angesetzt. Nach einer Entscheidung für den „E-Euro“ würde es wohl zunächst einen Prototyp und erst einige Zeit später das finale Produkt geben.

*Einführung würde noch Jahre dauern*

## TEIL 6 KAPITALMARKTPROGNOSEN

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2022
USA	10 Jahre	1,47	2,20
Europa*	10 Jahre	-0,37	0,30
Großbritannien	10 Jahre	0,73	1,60
<b>Währungen</b>			
USA	EUR/USD	1,12	1,17
Europa	EUR/CHF	1,04	1,08
Großbritannien	EUR/GBP	0,85	0,85
<b>Aktien</b>			
USA	S&P 500	4 709	4 950
Europa	DAX	15 476	17 000
	EURO STOXX 50	4 159	4 600
	MSCI UK	2 022	2 200

\*Bundesanleihen. Aktienmarktprognosen von Berenberg Wealth and Asset Management. Quellen: Macrobond, Berenberg