



DIE VIER PHASEN DES AUFSCHWUNGS

von Dr. Holger Schmieding

Der Schock hat nachgelassen. Nach dem beispiellosen Absturz der Wirtschaftsleistung um 20–30 % im März und April hat sich die Wirtschaft in der westlichen Welt mit dem Lockern der Lockdowns seit Mai wieder spürbar erholt. Wie erwartet schwächt sich das anfangs sogar überraschend ausgeprägte Tempo des Wiederaufschwungs mittlerweile schrittweise ab. Mit dem neuerlichen Anstieg der Neuinfektionen in Europa im August und September hat zudem das Rückschlagsrisiko zugenommen. Aber bisher sieht es so aus, als würden die Auftriebskräfte trotz eines kurzzeitigen Dämpfers die Oberhand behalten. Sofern nicht eine neue Welle harter Lockdowns oder politische Risiken aus den USA die Wirtschaft dramatisch belasten, bleibt der Ausblick auf die kommenden Jahre alles in allem doch positiv. Wir erwarten, dass der Aufschwung vier Phasen durchlaufen wird.

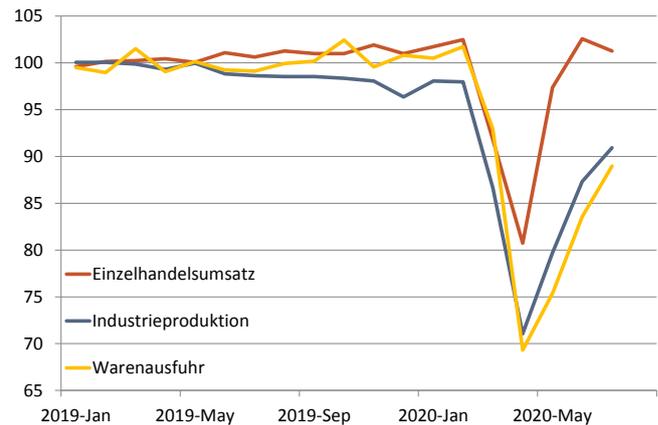
Phase 1: Der Einzelhandel holt auf (Mai bis Juli)

Mit dem schrittweisen Ende der meisten Restriktionen und Kontaktbeschränkungen konnten große Teile der Wirtschaft ab Ende April oder im Laufe des Mais wieder angeschaltet werden. Entsprechend hat sich die Konjunktur kräftig erholt, getragen anfangs vor allem von einem schnellen Zuwachs der Umsätze im Einzelhandel (Abbildung 1). Verbraucher haben die Möglichkeit genutzt, neben weiterhin lebhaften Käufen im Internet auch wieder selbst in die Geschäfte zu gehen. Seit Juni verkauft der Einzelhandel in den meisten Ländern der westlichen Welt sogar etwas mehr Güter als im Vorjahresmonat.

Phase 2: Industrie und internationaler Handel mit Gütern erholen sich (August bis Ende 2020)

Nach dem Auslaufen des ersten Aufholeffektes zeichnet sich seit Juli in der westlichen Welt ein flacherer Verlauf ab. Dabei ändern sich auch die Triebkräfte des Aufschwungs. Die Ausgaben der Verbraucher für Güter dürften im weiteren Verlauf des Jahres nur noch moderat zulegen. In Europa könnten bei höheren Infektionszahlen die Umsätze im Einzelhandel kurzzeitig auch mal rückläufig sein.

Abb. 1: Eurozone: Umsatz, Produktion, Ausfuhr



01.01.2019-31.07.2020. Januar 2019 = 100. Quelle: Eurostat

In der ersten Phase des Aufschwungs waren die Produktion und Ausfuhr von Gütern hinter Umsätzen des Einzelhandels zurückgeblieben. Die Phase des Lagerabbaus, in der Geschäfte mehr Güter verkauft haben, als die Unternehmen produziert haben, ist vorbei. In den kommenden Monaten können Produktion und Außenhandel weiter zulegen, da es einen gewissen Nachholbedarf gibt. Neben dem Wiederaufbau einer normalen Lagerhaltung tragen eine verstärkte Nachfrage aus den USA, die bessere Konjunktur in China und kaum noch gestörten Lieferketten zum stärker industriegetriebenen Aufschwung bei. China hat sich relativ schnell von der Pandemie erholt und stützt zudem seine Binnenwirtschaft wie üblich erheblich.

Phase 3: Mehr Investitionen der Wirtschaft und des Staates (2021 bis 2022)

In unsicheren Zeiten halten sich Unternehmen mit Investitionen zurück. Im zweiten Quartal sind beispielsweise die deutschen Ausrüstungsinvestitionen um 28 % eingebrochen nach einem Rückgang von 10,4 % im ersten Quartal, das ja im März bereits durch die Pandemie spürbar beeinträchtigt worden war. In großen Teilen der Welt dürften sich die Ausrüstungsinvestitionen vom Schock der Pandemie etwas zeitverzögert und nur schrittweise erholen. Während die Investitionen im Herbst dieses Jahres vermutlich noch vergleichsweise schwach bleiben, könnten sie dann im Laufe des kommenden Jahres wieder deutlich zulegen. Dies

wäre dann eine dritte Phase des Wiederaufschwungs. Zusätzliche Staatsausgaben werden die Konjunktur in der westlichen Welt auch 2021 und in den Jahren danach erheblich stützen. Die Fiskalpolitik schwenkt dabei immer mehr vom ursprünglichen Abfedern des Abschwungs und der reinen Überlebenshilfe für Haushalte und Unternehmen zur klassischen Konjunkturpolitik mit mehr staatlichen Investitionen um.

Phase 4: Wachstum über Trend (2023 bis 2025)

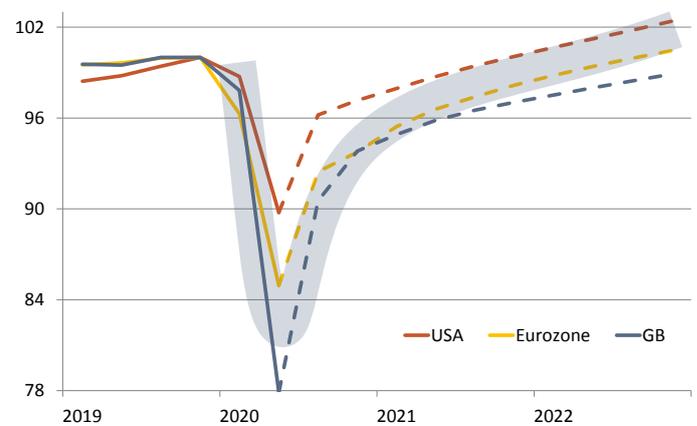
Auch nach der Rückkehr zur Wirtschaftsleistung von Ende 2019 dürfte das Wachstum für einige Jahre oberhalb der Rate bleiben, die vor der Pandemie als Trend galt. Zum einen werden bei anfangs noch immer etwas erhöhter Arbeitslosigkeit die außerordentlich expansive Geld- und Fiskalpolitik die Konjunktur antreiben. Zudem werden Unternehmen weiterhin mehr als üblich investieren, um den Nachholbedarf der aktuellen Investitionsflaute auszugleichen und ihre Lieferketten neu und krisensicherer zu strukturieren. Auch die privaten Verbraucher, die während und unmittelbar nach der Krise zusätzliche Ersparnisse angehäuft haben, mögen in besseren Zeiten die Reserven abbauen und zeitweise sogar mehr Geld als normal ausgeben. In dieser vierten Phase des Wiederaufschwungs nach der Pandemie könnte sich dann auch langsam ein gewisser Inflationsdruck aufbauen. Die Europäische Zentralbank könnte endlich ihr Ziel eines Preisauftriebs von knapp 2 % erreichen, während die USA bei einer noch aggressiveren Geld- und vor allem Fiskalpolitik die 2 %-Marke spürbar überschreiten könnten.

Natürlich sind die Angaben über die mögliche Länge der einzelnen Phasen nur als grobe Richtwerte zu verstehen. Zudem könnte eine wachstumsfeindliche Wirtschaftspolitik mit überhöhten Steuern und Sozialabgaben sowie übermäßigen Regulierungen die Dynamik erheblich vermindern.

Ähnliches Muster - große Unterschiede im Tempo

Der Corona Schock hat alle getroffen, der Aufschwung dürfte nahezu überall in der westlichen Welt einem ähnlichen Muster folgen, das einem Häkchen ähnelt (Abbildung 2). Allerdings gibt es dabei erhebliche Unterschiede im Tempo des Wachstums und der Länge der einzelnen Phasen. Mit einem Rückgang der Wirtschaftsleistung von insgesamt 9,1 % im ersten und zweiten Quartal ist der Einbruch in den USA etwas weniger scharf ausgefallen als in Deutschland (-11,5 %) und deutlich milder als in der Eurozone insgesamt (-15,1 %) und Großbritannien (-22,1 %).

Abb. 2: Konjunktur USA, Eurozone, Großbritannien



01.01.2019 - 31.12.2022. Reales Bruttoinlandsprodukt, Q1 2019 = 100, Berenberg Prognosen ab Q3 2020. Quellen: Eurostat, ONS, BEA, Berenberg

Da Großbritannien im März zunächst gezögert hatte, harte Restriktionen zu verhängen und sich das Virus auf der Insel deshalb länger exponentiell ausbreiten konnte, musste das Land anschließend seine Einschränkungen wesentlich länger beibehalten. Deshalb setzte der Wiederaufstieg in Großbritannien erst im Juni statt im Mai ein. Im zweiten Halbjahr 2020 dürfte der Rückpralleffekt in Ländern wie Großbritannien, die im zweiten Quartal besonders gelitten hatten, etwas ausgeprägter ausfallen als in Deutschland und den USA.

Dank eines besonders großen Fiskalimpulses, der spätestens nach den US-Wahlen am 3. November noch einmal ausgeweitet werden dürfte, werden die USA vermutlich auch in der zweiten und dritten Phase des Wiederaufschwungs einen Vorsprung vor der Eurozone behalten. Wir erwarten, dass die USA Ende 2021 wieder das Niveau der Wirtschaftsleistung von Ende 2019, also dem letzten Quartal vor der Pandemie, erreichen werden. Deutschland, Frankreich und die Schweiz dürften Anfang 2022 folgen. Das strukturell schwache Italien und das Brexitgeschädigte Großbritannien werden dies wohl erst im Laufe des Jahres 2023 erreichen.

Die Gefahr der zweiten Welle

Unsere Prognosen beruhen auf der Annahme, dass die Regierungen in Europa trotz der wieder erheblich höheren Infektionszahlen das Wirtschaftsleben nicht erneut ähnlich drastisch einschränken müssen wie im März und April. Die Erfahrung der USA der letzten drei Monate stützt diese Annahme. Seit März haben wir viel über den Umgang mit dem Virus gelernt. Wir wissen heute besser, wie wir uns und vor allem die besonders gefährdeten Menschen schüt-

zen können. Die Medizin hat erhebliche Fortschritte gemacht. Trotz eines rasanten Anstiegs der Infektionen in den USA im Juni und Juli nahmen dort die Einweisungen ins Krankenhaus und die Covid-19 Todesfälle wesentlich weniger zu als im März und April. Im August und Anfang September haben die USA offenbar mit vergleichsweise milden und regional begrenzten Eingriffen sowie einem vermehrten Tragen von Gesichtsmasken die Pandemie wieder etwas besser in den Griff bekommen. Wir setzen deshalb darauf, dass dies auch in Europa gelingen wird, wo seit August die Fallzahlen ebenfalls erheblich zugenommen haben. Bisher bleiben auch in Europa der Anteil der Infizierten, die ins Krankenhaus eingeliefert werden müssen, und die Zahl der Patienten auf Intensivstationen sowie der Todesfälle weit hinter der Entwicklung der Monate März und April zurück.

Vorsichtiger Optimismus

Unser vorsichtiger Optimismus, dass Europa die zweite Welle trotz der einsetzenden kühleren und für das Virus günstigeren Jahreszeit ohne einen neuen Einbruch der Wirtschaftstätigkeit überstehen kann, stützt sich auch auf zwei weitere Gesichtspunkte:

Erstens können Politik und Bürger nach den Erfahrungen vom Frühjahr die Gesundheitsrisiken und wirtschaftlichen Schäden besser gegeneinander abwägen. Die neuen Restriktionen schränken zwar die Freiheit der Bürger erneut ein, beispielsweise durch eine verschärfte Maskenpflicht, ein Verbot größerer Veranstaltungen und neue Quarantäneauflagen. Allerdings bemüht sich die Politik darum, Schulen und Kindergärten ebenso wie Geschäfte möglichst offenzuhalten. Das grenzt den wirtschaftlichen Schaden erheblich ein.

Zweitens war im Frühjahr die US-Konjunktur nahezu gleichzeitig mit der Wirtschaft in Europa in die Knie gegangen, während viele Lieferketten mit China unterbrochen waren. Derzeit erholt sich die Wirtschaft in den USA in robustem Tempo, China hat seine Probleme zumindest vorerst wieder weitgehend in den Griff bekommen. Der Ausblick für das Verarbeitende Gewerbe und den grenzüberschreitenden Handel mit Gütern ist deshalb wesentlich positiver als im März oder April.

Für die kommenden Monate erwarten wir deshalb zwar einen zeitweiligen Rückschlag beim privaten Verbrauch in Europa angesichts der zweiten Welle der Covid-19 Infekti-

onen. Aber der Aufschwung in anderen Teilen der Wirtschaft und ein leichter Aufbau von Lagern nach einer kräftigen Lagerkorrektur in Q2 dürfte die Wirtschaft insgesamt auf einem – wenn auch moderaten – Wachstumskurs halten. Nach einem Abebben der zweiten Welle kann die Konjunktur dann erneut anziehen. Allerdings sind die Abwärtsrisiken zumindest für die kommenden Monate erheblich.

Während wir lernen müssen, mit dem Virus zu leben, werden die Geld- und Fiskalpolitik noch für einige Jahre sehr expansiv ausgerichtet bleiben. Bei deutlich höherer Arbeitslosigkeit als zuvor und einem weiterhin eher vorsichtigen Verhalten der Verbraucher und Unternehmen bleiben der Kosten- und Preisdruck gering. Konjunkturell ist die westliche Welt somit am Beginn eines neuen Zyklus mit zunächst geringen Inflationsgefahren. Sofern nicht die Pandemie doch noch einmal massiv zuschlägt und die USA nach den Wahlen keine neuen Handelskriege anzetteln, sind die Aussichten für Konjunktur und Finanzmärkte deshalb auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten eher positiv.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

IMPRESSUM

Makro-Team

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

Hamburg

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

London

Dr. Florian Hense
+44 20 3207 -7859 | florian.hense@berenberg.com

Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

New York

Dr. Mickey Levy
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

Roiana Reid

+1 646 949 -9098 | roiana.reid@berenberg.com

Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint
zu folgenden Themen:

Geld & Währung

Konjunktur

Trends

www.berenberg.de/publikationen

Wichtige Hinweise: 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 ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 24.09.2020

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
www.berenberg.de
info@berenberg.de