



BERENBERG

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2021

NEUER AUFSCHWUNG IM FRÜHLING

WIRTSCHAFT UND FINANZMÄRKTE

AUSBLICK 2021

NEUER AUFSCHWUNG IM FRÜHLING

Autoren:

Dr. Florian Hense, Telefon +44 20 3207-7859, florian.hense@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 10. Dezember 2020

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.

Stand: Dezember 2020



INHALT

Teil 1	Ausblick in Kürze	1
Teil 2	Überblick: Aufwärts nach dem Corona-Schock	2
1.	Turbulente Zeiten – neue Hoffnung	2
2.	Ein Blick zurück	3
3.	Ausblick 2021: kräftiger Wiederaufschwung	4
4.	Wirtschaftsprognosen im Überblick	6
5.	Rückenwind für Finanzmärkte	7
6.	Ein Blick auf die Risiken	8
Teil 3	Im Fokus: Die großen Themen für 2021	10
1.	Geld- und Finanzpolitik: expansiver als je zuvor	10
2.	Inflation: schwach, ab Frühling geht es aufwärts	12
3.	US-Politik unter Joe Biden	14
Teil 4	Ausgewählte Regionen	16
1.	USA: Sonderweg in der Corona-Politik	16
2.	Eurozone: Kraftvoller Wiederaufschwung	18
3.	Großbritannien: Aufstieg aus dem Tal der Tränen	20
4.	China: First in, first out	22
Teil 5	Zinsen und Währungen	23
1.	Zinsen: Zeit für etwas Entspannung	23
2.	Währungen: Auf zu neuen Ufern	24
Teil 6	Kapitalmarktprognosen	29



TEIL 1

AUSBLICK IN KÜRZE

Nach einem dramatischen Einbruch der Wirtschaftsleistung im Jahr 2020 zeichnet sich für 2021 ein kraftvoller Wiederaufschwung ab. Spätestens im Frühling werden die Länder der Nordhalbkugel viele Einschränkungen des öffentlichen Lebens aufheben können. Das Virus wird nicht verschwinden. Aber medizinische Fortschritte und Impfkampagnen können dafür sorgen, dass der neue saisonale Anstieg des Infektionsrisikos im Herbst 2021 keine gravierenden wirtschaftlichen Folgen mehr haben wird.

Kraftvoller Wiederaufschwung in Sicht – nach einem schwierigen Winter

In der Pause zwischen den beiden großen Wellen der Pandemie hatte sich die Wirtschaft von Mai bis Oktober rasch erholt. Die vom Virus besonders hart getroffene Eurozone hatte im dritten Quartal sogar fast den gesamten Verlust des zweiten Quartals ausgleichen können. Dies spricht dafür, dass die Konjunktur nach dem Abklingen der aktuell schweren zweiten Welle im Frühling 2021 wieder kraftvoll anspringen kann.

Die Erfahrung der Monate Mai bis Oktober stützt den positiven Ausblick

Bereits vor der Pandemie des Jahres 2020 hatten die Trumpschen Handelskriege das europäische Wachstum 2019 stark belastet. Anders als sein Vorgänger, der China und die EU mit Strafzöllen und Drohungen überzogen hat, wird der neue US-Präsident Joe Biden eine ruhige Außen- und Handelspolitik verfolgen und sein Vorgehen gegenüber China mit Europa absprechen. Das ist gut für den Welthandel und besonders für die stark ausfuhrorientierten Wirtschaften in Europa.

Biden ist gut für den Welthandel – und damit gerade auch für Europa

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. Auch 2021 werden Geld- und Fiskalpolitik die Konjunktur stärker stützen als üblich. Dies spricht für einen robusten Aufschwung der Konjunktur im neuen Jahr, auch wenn die höheren Schulden und die ausgeweiteten Bilanzen der Zentralbanken durchaus Gefahren für spätere Jahre in sich bergen können.

Mehr Rückenwind durch die Geld- und Fiskalpolitik als je zuvor

Nach der scharfen Rezession der Monate April und Mai 2020 wird die Weltwirtschaft trotz des aktuellen Rückschlages im Jahr 2021 in die Frühphase eines neuen Aufschwungs eintreten. Diese Phase zeichnet sich zumeist durch robustes Wachstum bei anfangs noch sehr geringer Inflation und damit niedrigen Zinsen aus. In solchen Zeiten können Aktienmärkte sich oft noch besser entwickeln als die Konjunktur selbst. Die Zentralbanken dürften dafür sorgen, dass Anleiherenditen vorerst nur moderat steigen.

Die Zinsen bleiben niedrig

Nach den großen Schocks der Jahre 2019 und 2020 könnte im kommenden Jahr Kapital vermehrt aus sicheren Häfen in mehr risikobehaftete Anlagen abfließen. Ein Kapitalfluss aus dem US-Dollar in Schwellenländer könnte dazu beitragen, den aktuell immer noch etwas überbewerteten US-Dollar auf etwa 1,25 zum Euro zu drücken.

US-Dollar wertet sich etwas ab

Das Leben ist immer voller Risiken. Ein vorzeitiges kräftiges Anziehen der Inflation könnte die Finanzmärkte belasten. Auch geopolitische Konflikte, beispielsweise um Taiwan oder den Iran, könnten Schockwellen durch Wirtschaft und Märkte senden. Aber Bidens ruhigere Außenpolitik grenzt das Risiko geopolitischer Unfälle etwas ein.

Risiken: Pandemie, Inflation, Geopolitik

TEIL 2

ÜBERBLICK: AUFWÄRTS NACH DEM CORONA-SCHOCK

(Dr. Holger Schmieding)

1. Turbulente Zeiten - neue Hoffnung

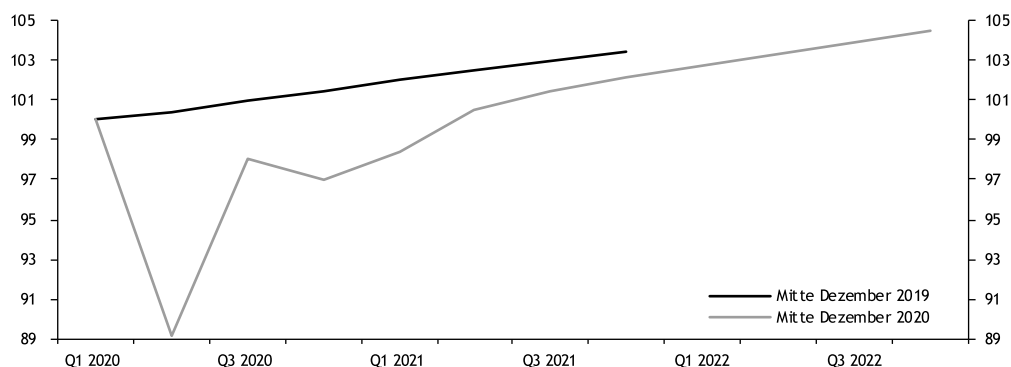
*2020: ein Jahr wie selten
zuvor*

Zum Abschluss eines turbulenten Jahres, wie es die Welt lange nicht mehr erlebt hat, ist die Nachrichtenlage durchgewachsen. Einerseits fordert die zweite Welle der Covid-19 Pandemie auf beiden Seiten des Atlantiks und in vielen Schwellenländern eine erschreckend hohe Zahl von Todesopfern. In vielen Regionen ist die Lage sogar noch angespannter als während der ersten Welle im März und April. Andererseits zeigt sich so klar wie selten zuvor, zu welchen Höchstleistungen Wissenschaft, Politik und Wirtschaft fähig sind, wenn es darauf ankommt. In Rekordzeit und mit einem grenzüberschreitenden Kraftakt haben mehrere Unternehmen innovative Impfstoffe entwickelt. Dazu gehört auch ein deutsches Unternehmen, dessen unter anderem in Brasilien getesteter Impfstoff im Verbund mit einem US-Pharmagiganten bereits von einer belgischen Produktionsstätte aus zum sofortigen Gebrauch an Großbritannien ausgeliefert wurde. Sobald die EU- und die US-Arzneimittelbehörden ihr grünes Licht gegeben haben, können auch in der EU und den USA die Impfprogramme beginnen. Dies lässt darauf hoffen, dass die Menschheit die Corona-Pandemie im kommenden Frühjahr weitgehend in den Griff bekommen könnte. Zur Abwechslung könnte das kommende Jahr – ganz im Gegensatz zu 2019 und 2020 – vielleicht sogar positiv überraschen.

*Ein selten dagewesener
Einbruch der Konjunktur*

Abbildung 1 zeigt das Ausmaß des Schocks, den die Pandemie der Wirtschaft in Europa und den USA versetzt hat. Statt des Wachstums, das wir Ende 2019 für die Jahre 2020 und 2021 vorhergesagt hatten, ist die Wirtschaftsleistung im ersten Halbjahr 2020 schlagartig eingebrochen. Selbst mit dem kräftigen Wiederaufschwung, den wir für die beiden kommenden Jahre vorhersagen, wird es bis Anfang 2022 dauern, um zum Bruttoinlandsprodukt von Ende 2019 zurückzukehren. Neben dem immensen Leid, das die Pandemie über Millionen von Menschen gebracht hat und derzeit immer noch bringt, haben große Teile der Weltwirtschaft so gesehen mehr als zwei Jahre verloren.

Abb. 1: Prognosen zur Wirtschaftsleistung - vor und nach dem Corona-Schock



Gewichteter Durchschnitt des Bruttoinlandsproduktes für die USA, die Eurozone und Großbritannien, normiert auf Q4 2019 = 100. Aktuelle Prognosen im Vergleich zu denen aus dem Jahresausblick 2020 vom Dezember 2019. Quelle: Berenberg

2. Ein Blick zurück

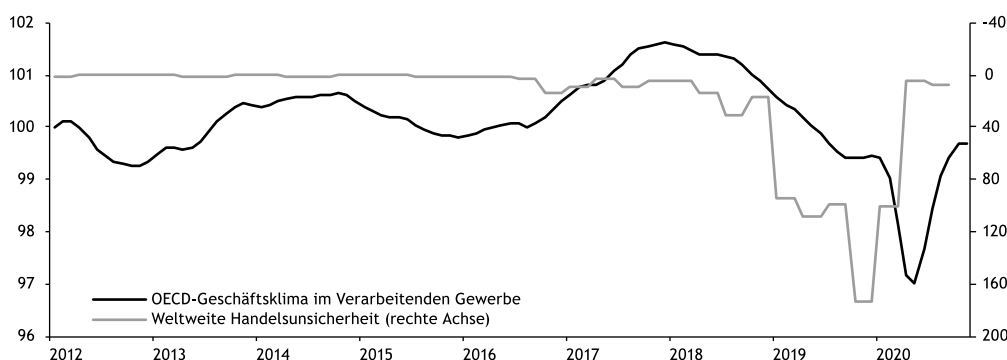
Bevor wir den Ausblick für 2021 erläutern, lohnt sich ein Blick zurück. In den letzten beiden Jahren haben zwei schwere Schocks die Weltwirtschaft erschüttert. Im Jahr 2019 hat US-Präsident Donald Trump durch seinen Handelskrieg gegen China und seine Drohungen gegen die Europäische Union dem Welthandel einen herben Schlag versetzt. Mehr noch als die Zölle hat die allgemeine Verunsicherung die Konjunktur belastet. Beim Exportweltmeister Eurozone ging daraufhin das Wachstumstempo von etwas über 2 % Anfang 2019 auf weniger als 1 % Ende 2019 zurück. Nachdem die Konjunkturampeln im Zuge eines „Phase 1“ Handelsabkommens zwischen China und den USA Anfang 2020 kurz auf grün gesprungen waren, stürzte dann die Corona-Pandemie die Weltwirtschaft ab März in die tiefste Rezession seit 90 Jahren.

Trump und Corona: zwei große Schocks nacheinander

Abbildung 2 zeichnet die Entwicklung der letzten beiden Jahre nach. Sie zeigt, wie sehr sich das Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe in den großen Wirtschaftsräumen der Welt bereits 2019 eingetrübt hatte, bevor es dann nach einer kurzen Stabilisierung zum Jahreswechsel 2019/2020 im Zuge des Corona-Schocks vollends einbrach. Mit dem Abflauen des Handelsstreits und einer zwischenzeitlichen Beruhigung der medizinischen Lage hat sich die Stimmung im Herbst wieder spürbar aufgehellt, so dass der Wert im Oktober sogar höher lag als vor dem Ausbruch der Pandemie.

Neue Hoffnung im Verarbeitenden Gewerbe

Abb. 2: Zwei große Schocks - Handelskrieg 2019 und Pandemie 2020



Geschäftsklima im Verarbeitenden Gewerbe in den Mitgliedsländern der OECD, linke Skala; Unsicherheit über den Welthandel, invertierte Skala, rechts. Quelle: OECD, PolicyUncertainty.com

Im Vergleich zu einigen anderen Ländern wie Italien, Frankreich und Spanien, die früher und härter von der Pandemie getroffen wurden, ist die deutsche Wirtschaft dabei noch halbwegs glimpflich davongekommen. Aber auch in Deutschland ist die Wirtschaftsleistung mit etwa 5,8 % im Jahr 2020 so stark zurückgegangen wie in der großen Finanzkrise 2008/2009. Dass die USA trotz hoher Infektionszahlen wohl nur eine Rezession von etwa 3,5 % durchmachen mussten, lag auch daran, dass der US-Kongress und Präsident Trump im Wahljahr 2020 die Schleusen der Fiskalpolitik in einem bis dahin kaum vorstellbaren Maße geöffnet haben. In Deutschland und der Eurozone haben rückläufige Steuereinnahmen und vielfache Programme, um Bürger und Unternehmen über die schweren Zeiten hinwegzuhelfen, zu Fehlbeträgen im Staatshaushalt

Deutschland ist halbwegs glimpflich davongekommen

von etwa 9 % bzw. 11,5 % geführt. In den USA ist das Defizit jedoch sogar auf 16 % hochgeschneit. Die USA haben sich ihren größeren Konjunkturpuffer Einiges kosten lassen.

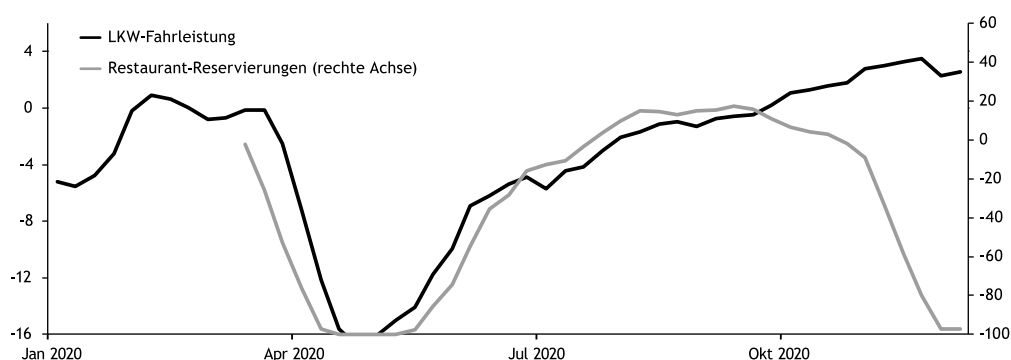
Impfstoffe in Sicht

Nach einem kräftigen Wiederaufschwung der Konjunktur von Mai bis Oktober hat die zweite Welle der Pandemie Europa im November und Dezember 2020 erneut hart getroffen. Da die Einschränkungen aber wesentlich gezielter waren als im März und April und zudem das Verarbeitende Gewerbe nicht durch unterbrochene Lieferketten mit China gelähmt wurde, ist die wirtschaftliche Aktivität in Europa nur moderat und in den USA vermutlich gar nicht zurückgegangen. Allerdings können zwischenzeitlich wieder rückläufige Zahlen der Neuinfektionen in großen Teilen Europas und die immer konkretere Aussicht auf wirksame Impfstoffe darauf hindeuten, dass es vielen Ländern in Kürze gelingen könnte, die zweite Welle der Pandemie besser in den Griff zu bekommen.

Die zweite Welle trifft die Wirtschaft weniger hart

Nach allen vorliegenden Informationen werden die wirtschaftlichen Schäden der zweiten Welle weit weniger dramatisch ausfallen als die der ersten Welle. Am Beispiel Deutschlands zeigt Abbildung 3 den Unterschied auf. Während die Restaurants erneut geschlossen sind, läuft der Güterverkehr auf deutschen Autobahnen weitgehend normal weiter. Deutschland ist ein großes Durchgangsland in der Mitte Europas. Auf seinen Autobahnen werden nicht nur Güter von heimischen Fabriken oder Verteilerzentren zu Geschäften im Inland transportiert. Auch ein großer Teil des Warenverkehrs zwischen holländischen Häfen und Fabriken beispielsweise in Ostmitteleuropa läuft über deutsche Straßen. Das selbst Ende November weiterhin hohe Transportvolumen lässt darauf schließen, dass viele Teile der europäischen Wirtschaft trotz der aktuellen Einschränkungen des öffentlichen Lebens nicht übermäßig beeinträchtigt sind.

Abb. 3: Der große Unterschied - die erste und zweite Welle der Pandemie



Von Lastkraftwagen gefahrene Kilometer auf deutsche Autobahnen, linke Skala; Dinner-Reservierungen in deutschen Restaurants, rechte Skala, Veränderungen gegenüber Vorjahr in %. Quelle: OECD, PolicyUncertainty.com

3. Ausblick 2021: kräftiger Wiederaufschwung

Für 2021 zeichnet sich das Ende der beiden außergewöhnlichen Schocks ab, die die Weltwirtschaft in 2019 und 2020 belastet haben. Der neue US-Präsident Joe Biden ist zwar kein Freihändler. Aber er will mit Verbündeten wie der Europäischen Union,

Biden steht für eine ruhige Außen- und Handelspolitik



Kanada und Japan eng zusammenarbeiten, statt sie mit Drohungen zu überziehen. Obwohl viele Streitpunkte zwischen Europa und den USA bleiben, dürften beide Seiten sie in Ruhe besprechen und zudem eine gemeinsame Haltung gegenüber China suchen. Damit dürfte das Risiko eines Handelskrieges zwischen den beiden größten Wirtschaftsräumen der Welt, den USA und der Europäischen Union, vom Tisch sein. Für den Welthandel ist das die beste Nachricht seit mehr als vier Jahren.

Spätestens mit dem Beginn der helleren und wärmeren Jahreszeit im Frühling werden die Länder der Nordhalbkugel die Einschränkungen des öffentlichen Lebens wohl weitgehend aufheben können. Auch wenn das Virus nicht verschwinden wird, werden medizinische Fortschritte und Impfkampagnen voraussichtlich dafür sorgen, dass ein erneuter saisonaler Anstieg des Infektionsrisikos im Herbst 2021 keine gravierenden wirtschaftlichen Folgen mehr haben muss.

Damit stellt sich die große Frage, wie schnell die Konjunktur sich von der Mega-Rezession des Jahres 2020 erholen kann. Die Zahlen zeigen, dass die Eurozone in der Pause zwischen den beiden Wellen der Pandemie im dritten Quartal 2020 nahezu den gesamten Verlust des tiefroten Vorquartals aufholen konnte. Dem nie dagewesenen Einbruch von 11,7 % gegenüber dem Vorquartal folgte ein Anstieg von 12,5 %. Nach dem zeitweiligen Ende der meisten Einschränkungen der Monate März bis Mai hatte sich das Wirtschaftsleben im Sommer 2020 zwar nicht vollständig aber in vielen Bereichen doch weitgehend normalisiert. Diese Erfahrung spricht dafür, dass die Konjunktur auch nach dem Auslaufen der zweiten Welle der pandemiebedingten Einschränkungen im kommenden Frühjahr schnell wieder anspringen kann. Die Wirtschaftspolitik dürfte ihren Teil dazu beitragen.

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. Sie haben damit die Einkommen der Haushalte gestützt und viele Unternehmen vor dem Konkurs bewahrt. In Europa haben großzügige Regelungen für Kurzarbeiter den Anstieg der Arbeitslosigkeit in engen Grenzen gehalten.

Auch 2021 werden Geld- und Fiskalpolitik die Konjunktur stärker stützen als üblich. Nachdem die Europäische Zentralbank ihre Geldpolitik im Dezember 2020 noch einmal gelockert hat, werden die Fed und die EZB ihre jetzige Politik in 2021 wohl weitgehend unverändert beibehalten. Auch wenn die Inflation in Kürze ihren Tiefpunkt erreichen und im weiteren Verlauf des Jahres 2021 langsam anziehen dürfte, werden die Zentralbanken dies vorerst als Bewegung in die richtige Richtung begrüßen. Eine echte Wende bei den Leitzinsen zeichnet sich frühestens für Ende 2022 ab.

Die Fehlbeträge im Staatshaushalt werden im kräftigen Aufschwung des Jahres 2021 zwar spürbar zurückgehen, da Haushalte und Unternehmen weniger Überlebenshilfen brauchen werden. Aber der Fiskalimpuls im Sinne von mehr staatlichen Investitionen und zusätzlichen Einstellungen im öffentlichen Sektor, auch im Gesundheitswesen, wird in vielen Ländern 2021 sogar kräftiger spürbar sein als in 2020. Auch dies spricht für einen robusten Aufschwung der Konjunktur im Neuen Jahr.

Die große Hoffnung: keine dritte Welle im Herbst 2021

Ein zunächst fast V-förmiger Verlauf der Konjunktur

Die Politik hat schnell und insgesamt richtig reagiert

Mehr Rückenwind von der Geld- und Fiskalpolitik als je zuvor

4. Wirtschaftsprognosen im Überblick

*Dem Einbruch folgt ein
kräftiger Wiederaufschwung*

Dem dramatischen Einbruch der Wirtschaftsleistung in weiten Teilen der Welt im Jahr 2020 könnte 2021 ein nahezu ebenso spektakulärer Wiederaufschwung folgen. Zwischenzeitlich hatte sich dies in vielen Ländern von Mai bis Oktober 2020 bereits abgezeichnet. Wie unsere Übersichtstabelle auf Seite 7 zeigt, erwarten wir besonders ausgeprägte Aufholeffekte vor allem in den Ländern, die 2020 stärker als andere gelitten haben. Obwohl sich die Zuwachsraten im Zeitablauf naturgemäß abschwächen werden, dürfte die Weltwirtschaft auch 2022 erneut kräftig expandieren können.

*Deutschland kann Ende
2021 die Verluste aufgeholt
haben*

Wir rechnen damit, dass die Wirtschaft in den USA und in Deutschland das Niveau der Wirtschaftsleistung von Ende 2019, also der Zeit vor der Pandemie, bereits Ende 2021 wieder erreicht haben wird. Frankreich dürfte Anfang 2022 folgen, während die Eurozone insgesamt dies wohl erst Mitte 2022 schaffen wird, da das strukturschwache Italien den Durchschnitt belastet. Als Folge des Brexits dürfte Großbritannien die Verluste erst Ende 2022 ausgleichen können.

Die chinesische Ausnahme

Obwohl die Pandemie ihren Ursprung in China hat, ist es Beijing mit teilweise rabiaten Mitteln gelungen, das Virus vergleichsweise schnell und gründlich in den Griff zu bekommen. Im Gegensatz zu Europa, Nordamerika und einigen andere Ländern Asiens konnte China so auch trotz der kühleren und dunkleren Witterung im Herbst eine zweite Welle der Pandemie verhindern. Auch wenn die offiziellen Zahlen mit großer Vorsicht zu genießen sind, konnte China deshalb 2020 sogar ein leichtes Wachstum erzielen. Für 2021 rechnen wir mit einem soliden Wachstum, wie üblich gestützt auf eine expansive Geld- und Kreditpolitik.

*Aber Vorsicht: ein roter
Kaiser kann gefährlich sein*

Langfristig steht China vor großen Herausforderungen, zu denen neben einem wachsenden Berg von 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, dass auf Dauer auch die Wirtschaftsbeziehungen zu vielen Ländern beeinträchtigen dürften, nicht nur zu den USA. Vorerst aber dürfte die chinesische Konjunktur robust bleiben.

Chancen für Schwellenländer

Für viele andere Schwellenländer bieten solide Zuwächse der Nachfrage in den USA, Europa und in China bei niedrigen Zinsen ein positives Umfeld für das Jahr 2021. Allerdings hängen die Aussichten für einzelne Länder sehr von der politischen Entwicklung ab. Nach den Verwerfungen der Pandemie bleiben 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.

**Tab. 1: Wirtschaftsprognosen im Überblick**

	Gewicht	BIP-Zuwachs			Inflation			Arbeitslosigkeit			Staatshaushalt		
		2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022
Welt	100,0	-3,5	4,1	2,7									
USA	24,2	-3,5	3,9	2,5	1,2	1,9	2,0	8,1	6,1	4,6	-16,0	-9,0	-6,0
Japan	5,9	-5,3	3,4	1,9	0,1	0,2	0,5	2,8	2,9	2,6	-11,0	-6,0	-5,0
China	15,8	2,7	9,0	4,8	2,5	1,4	2,2	3,7	3,6	3,5	-7,0	-5,0	-4,0
Indien	3,2	-9,5	8,8	6,5							-13,0	-10,0	-7,0
Lateinamerika	6,2	-8,1	3,6	2,7							-10,8	-5,3	-4,2
Europa	25,7	-7,2	4,9	3,4									
Eurozone	16,1	-7,5	5,0	3,6	0,2	0,8	1,3	8,0	8,5	8,0	-11,5	-7,0	-3,5
Deutschland	4,7	-5,8	4,4	3,4	0,4	1,3	1,2	4,2	4,4	3,4	-9,0	-5,0	-2,5
Frankreich	3,3	-9,3	7,0	3,9	0,5	0,9	1,3	8,3	8,7	7,6	-11,0	-7,5	-3,5
Italien	2,4	-9,5	5,8	3,3	-0,1	0,6	1,3	9,4	10,2	9,4	-13,5	-6,5	-3,5
Spanien	1,7	-12,0	7,1	6,2	-0,4	0,7	1,3	15,6	16,2	15,0	-13,5	-7,5	-4,0
Anderes Westeuropa													
Großbritannien	3,3	-11,7	8,0	4,3	0,9	1,2	2,0	4,7	6,5	4,8	-18,0	-6,5	-3,5
Schweiz	0,8	-3,1	2,5	2,2	-0,7	0,0	0,6	3,2	2,8	2,4	-5,0	-3,0	-1,0
Schweden	0,7	-3,3	3,0	2,1	0,5	1,0	1,3	8,4	7,0	6,5	-6,0	-3,0	-1,5
Osteuropa													
Russland	1,9	-3,4	2,5	2,0	3,4	3,0	3,5	6,2	5,0	4,7	-5,3	-3,0	-1,5
Türkei	0,9	-1,3	2,3	2,0	12,0	10,0	8,0	13,3	11,5	10,0	-7,9	-7,5	-6,0

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. Quelle: Berenberg.

5. Rückenwind für Finanzmärkte

Anleger an den Finanzmärkten versuchen, auf die Trends der Zukunft zu setzen. Es ist keine neue Erfahrung, dass Kurse oftmals bereits dann nach oben gehen, wenn die aktuelle Lage der Wirtschaft noch düster ist. Das hat sich auch 2020 wieder gezeigt. Nach einem dramatischen Einbruch Ende Februar und Anfang März haben die Aktienmärkte sich schnell gefangen, nachdem die Geld- und Finanzpolitik ebenso wie die Aufsichtsbehörden mit beispiellosen Maßnahmen auf die Krise reagiert hatten.

Finanzmärkte setzen auf eine hellere Zukunft, nicht auf die aktuell düstere Lage

Trotz der zwischenzeitlichen Gewinne ist auch der Ausblick für das Jahr 2021 aus fundamentaler Sicht insgesamt eher positiv. Nach der scharfen Rezession befindet sich die Weltwirtschaft in der Frühphase eines neuen Aufschwungs. Diese Phase zeichnet sich typischerweise durch robustes Wachstum bei anfangs noch sehr geringer Inflation und damit niedrigen Zinsen aus. In solchen Zeiten können Aktienmärkte sich im Regelfall sogar noch besser entwickeln als die Konjunktur selbst, bevor dann zu einem späteren Zeitpunkt höhere Zinsen auf den Märkten lasten können.

Gute Aussichten für 2021

Die Zinsen bleiben niedrig

Nach der besonders scharfen Rezession des Jahres 2020 dürften die Notenbanken ihre Leitzinsen noch für längere Zeit auf sehr niedrigen Niveaus belassen. Deshalb stellen viele Anleihen keine attraktiven Alternativen zu Aktien dar. Bei besserer Konjunktur dürfte die Risikoneigung vieler Anleger eher zunehmen. Auch dies spricht zunächst für Aktien.

Weniger Bedarf für sichere Häfen

In unsicheren Zeiten suchen Anleger sichere Häfen. Global zählt dazu vor allem der US-Dollar. Wir rechnen damit, dass im kommenden Jahr 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 immer noch etwas überbewerteten US-Dollar auf etwa 1,25 zum Euro zu drücken. Wir halten dies für den langfristigen Gleichgewichtswert, der sich aus dem Vergleich der Kaufkraft beider Währungen ergibt.

Die größte Überraschung wäre das Ausbleiben schlechter Überraschungen

6. Ein Blick auf die Risiken

Nach den großen Schocks der beiden vergangenen Jahre könnte die größte Überraschung des Jahres 2021 sein, dass es zur Abwechslung mal keine unangenehme Überraschung geben könnte, die die Konjunktur aus dem Tritt bringt. Aber gerade angesichts der jüngsten Erfahrungen und der weiterhin angespannten Lage müssen wir besonders auf die Risiken achten, die unseren positiven Ausblick auf das Neue Jahr nachhaltig stören könnten. Aus heutiger Sicht sind dies vor allem fünf Risiken.

Ist der zweite Schock schlimmer als der erste?

Erstens setzen wir darauf, dass Haushalte und Unternehmen nach dem Abflauen der zweiten Welle der Pandemie ebenso wie nach dem Ende der ersten Welle schnell bereit sein werden, wieder mehr Geld auszugeben. Sollten sie dagegen vom erneuten Rückschlag im Zuge der zweiten Welle so geschockt sein, dass sie sich daraufhin für lange Zeit bei Konsum und Investitionen zurückhalten, würde sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage nur langsam erholen können. Da die wirtschaftlichen Schäden der zweiten Welle aber aller Voraussicht nach weit weniger ausgeprägt sein werden als die der ersten Welle, halten wir es für wenig wahrscheinlich, dass das Geschäftsklima und das Verbrauchervertrauen stärker und nachhaltiger in Mitleidenschaft gezogen werden, als das nach der ersten Welle der Fall war.

Pleitenwelle und Massenarbeitslosigkeit? Die Politik will das verhindern

Zweitens ist zumindest denkbar, dass dem dunklen Winter der Konjunktur eine so ausgeprägte Pleitenwelle und eine so kräftige Zunahme der Arbeitslosigkeit folgen könnten, dass dies das Zukunftsvertrauen von Haushalten und Unternehmen erheblich beeinträchtigen könnte. Allerdings ist die Wirtschaftspolitik sich dieser Risiken sehr bewusst. Auch wenn 2021 wieder vermehrt Insolvenzen zugelassen werden, dürften die staatlichen Hilfen für Unternehmen und den Arbeitsmarkt umfangreich genug bleiben, um einen schockartigen Anstieg der Unternehmenspleiten und der Arbeitslosigkeit in Europa zu verhindern.



Drittens könnte die Konjunktur erneut wackeln, wenn die Geld- und Fiskalpolitik zu früh wieder vom Krisen- zum Normalmodus zurückkehren würde. Bisher sehen wir dafür allerdings auf beiden Seiten des Atlantiks keinerlei Anzeichen. Stattdessen zeichnet sich ab, dass die Geldpolitik noch weit über das Jahr 2021 hinaus ausgesprochen expansiv bleiben wird, während die Fiskalpolitik die Konjunktur weiter durch mehr staatliche Investitionen und mehr Neueinstellungen im öffentlichen Sektor stützen wird. Deshalb werden wir uns im Jahr 2021 wohl eher mit der Frage befassen müssen, ob nicht Geld- und Fiskalpolitik auf Dauer über das Ziel hinausschießen könnten.

*Zu früh in den
Rückwärtsgang?
Wahrscheinlich nicht*

Viertens beruht unser positiver Ausblick vor allem für die Finanzmärkte auf der Annahme, dass die Inflation in der Frühphase des neuen Aufschwungs niedrig bleibt. Würde der Preisauftrieb dagegen so stark zulegen, dass die Anleger damit rechnen müssten, dass die Notenbanken in Kürze gegensteuern, würde ein kräftiger Anstieg der Renditen an den Anleihemärkten die Aktienmärkte unter Druck setzen. Die schöne Phase des Zyklus mit viel Wachstum bei wenig Inflation wäre vorbei. Für 2022 könnte dies ein ernstes Risiko sein. Aber für 2021 zeichnet sich weder ein Kostendruck durch überhöhte Lohnabschlüsse noch ein inflationärer Kaufrausch der Verbraucher ab. Zudem werden die Notenbanken mit Rücksicht auf die weiterhin angespannte Lage in Teilen des Arbeitsmarktes lange zögern, bis sie ihre Politik straffen bzw. einen großen Anstieg der Renditen am Kapitalmarkt zulassen. Ein Inflationsschub, der kräftig genug sein könnte, um die Notenbanken bereits 2021 zum Handeln zu zwingen, zeichnet sich nicht ab.

*Die Inflation kommt zurück
– aber nur langsam*

Fünftens müssen wir wie üblich die politischen und geopolitischen Risiken im Auge behalten. Unangenehme Überraschungen kann es immer wieder geben. Italien ist jederzeit für eine mögliche Regierungskrise gut. Aber die Aussicht, Hilfsmilliarden aus Europa verteilen zu können, dürfte die Wackelkoalition in Rom weiter zusammenhalten. In Deutschland nähert sich die Ära Merkel ihrem Ende. Ein möglicher Wechsel von der derzeitigen „großen“ Koalition zu einem Bündnis aus Union und Grünen dürfte trotz manch neuer Akzente im Detail jedoch kaum zu einem solch durchgreifenden Politikwechsel führen, dass dies die Konjunktur erheblich beeinträchtigen könnte. Selbst im eher unwahrscheinlichen aber durchaus denkbaren Risikoszenario einer grün-rot-roten Koalition wäre der dann denkbare Politikschwenk vermutlich eher eine ernste Gefahr für das langfristige Trendwachstum als für die kurzfristige Konjunktur in 2021 und 2022. Auf Dauer könnten die Folgen allerdings durchaus erheblich sein.

Das Ende der Ära Merkel

Geopolitisch können jederzeit alte oder neue Krisenherde für Spannungen sorgen. Sollte beispielsweise Chinas seinen in letzter Zeit etwas lauter vorgetragenen Drohungen gegen Taiwan Taten folgen lassen, könnte dies die Weltpolitik in erhebliche Turbulenzen stürzen. Allerdings dürfte die Gefahr geopolitischer Großunfälle unter dem neuen US-Präsidenten eher geringer sein als unter seinem erratischen Vorgänger, dessen Absichten nicht immer leicht einzuschätzen waren. Mit einer Supermacht USA, die unter Biden kraftvoll, besonnen und vorhersehbar auftritt und traditionelle Bündnisse pflegt, stehen die Chancen nicht schlecht, dass 2021 sogar etwas mehr Ruhe in die Weltpolitik einkehren könnte.

*Geopolitische Risiken gibt es
immer – aber eine ruhige
US-Politik kann helfen*

TEIL 3 IM FOKUS: DIE GROßEN THEMEN FÜR 2021

1. Geld- und Finanzpolitik: expansiver als je zuvor

(Dr. Florian Hense)

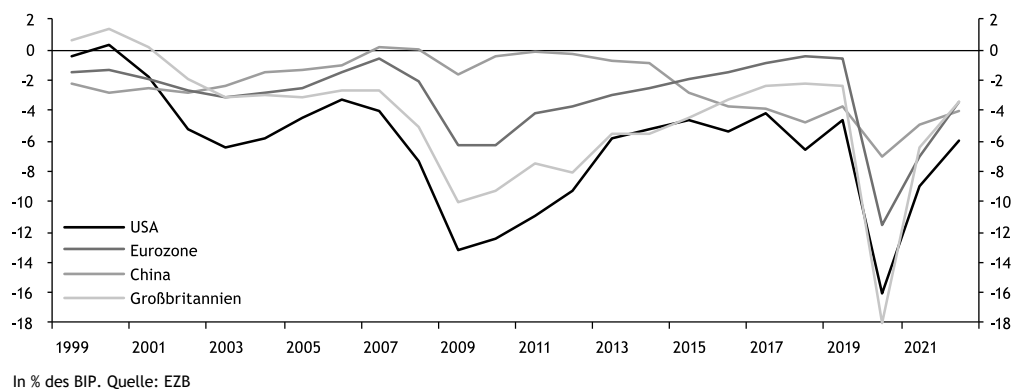
*Geldschleusen weiter geöffnet
als je zuvor*

Als Reaktion auf den beispiellosen Einbruch der Wirtschaftsleistung im März und April haben Finanzminister und Notenbanken nahezu überall auf der Welt die Geldschleusen 2020 weiter geöffnet als je zuvor. Sie haben damit die Einkommen der Haushalte gestützt, viele Unternehmen vor dem Konkurs bewahrt und eine Finanzkrise oder eine ausgeprägte Deflation mit langanhaltender Massenarbeitslosigkeit vermieden.

*Die Haushaltsdefizite
sprechen eine deutliche
Sprache ...*

Die Haushaltsdefizite sprechen eine deutliche Sprache (Abb. 4): Für das Jahr 2020 könnten sie relativ zum BIP 11,5 % in der Eurozone, 16 % in den USA und 18 % in Großbritannien erreichen. Die sogenannten automatischen Stabilisatoren sind so stark wie noch nie zuvor zum Tragen gekommen. Damit haben sich die Finanzminister aber nicht begnügt, auch und gerade weil die verordneten Beschränkungen und Schließungen viele Unternehmen und Haushalte unverschuldet hart getroffen haben. Die meisten europäischen Länder haben beispielsweise Kurzarbeitergeld eingeführt, die Konditionen verbessert und/oder den Zugang zu diesen Leistungen erweitert. In den USA gab es neben Sonderzahlungen für Arbeitslose sogar einmalig für die meisten Erwachsenen 1 200 US-Dollar. Darüber hinaus haben Staaten in großem Stil Steuern gestundet, Insolvenzantragspflichten ausgesetzt sowie umfangreiche Kreditgarantien ausgesprochen.

Abb. 4: Haushaltssalden der USA, Eurozone, China und Großbritannien

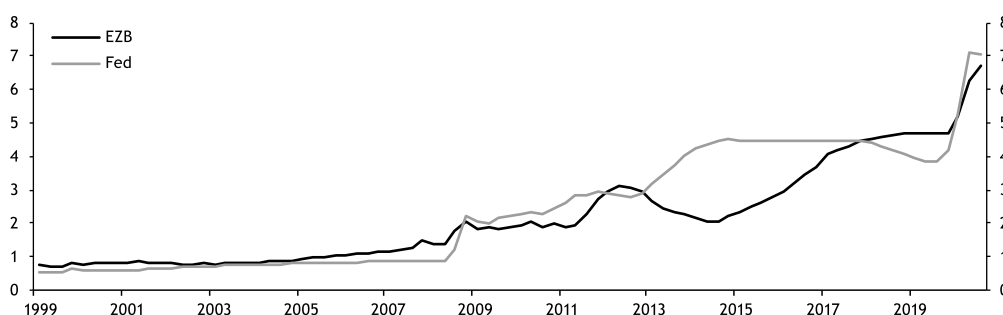


*... sowie die Bilanzen der
Zentralbanken*

Die Bilanzen der Zentralbanken sprechen eine ähnliche Sprache: Sie sind überall explodiert (Abb. 5), nachdem die Währungshüter Zinsen gesenkt, gigantische Anleihekäufe aufgelegt sowie äußerst günstige Refinanzierungsmöglichkeiten bereitgestellt haben. Auch weil sie gemeinsam mit ihren Kollegen aus den Aufsichtsbehörden die Bedingungen gelockert haben, zu denen Banken mit ihnen Geschäfte machen, haben sie selbstverstärkende Abwärtsspiralen unterbrochen, die sonst eine Finanzkrise hätten auslösen können. Dem entschlossenen Handeln der Geldpolitik und den günstigen Finanzierungsbedingungen für die Regierungen ist es auch zu verdanken, dass die Finanzpolitik

der Wirtschaft so stark unter die Arme greifen konnte. Die Zentralbanken haben damit eindrucksvoll unter Beweis gestellt, dass die bereits vor der Pandemie geäußerte Sorge, sie wären an ihre Grenzen gestoßen, nicht gerechtfertigt war.

Abb. 5: Bilanzen der EZB und der Fed



In Bill. US-Dollar (Fed) und Bill. Euro (EZB). Quellen: EZB, Fed

Die Finanzminister werden die im nächsten Jahr anspringende Konjunktur stärker stützen als je zuvor. Die Fehlbeträge im Staatshaushalt werden zwar spürbar zurückgehen, da Haushalte und Unternehmen weniger Überlebenshilfen brauchen werden. Aber der Fiskalimpuls im Sinne von mehr staatlichen Investitionen und zusätzlichen Einstellungen im öffentlichen Sektor, auch im Gesundheitswesen, wird in vielen Ländern 2021 sogar kräftiger spürbar sein als in 2020. Sollten die Finanzminister nicht nur die Konjunktur in 2021 stützen, sondern ihre Volkswirtschaften langfristig auf einen steileren Wachstumspfad hieven, könnte dies auch die Bereitschaft in der Bevölkerung für notwendige Strukturreformen in den nächsten Jahren fördern. Damit würde man gleichfalls die Voraussetzungen schaffen, auch in Zukunft die deutlich gestiegenen Schuldenberge durch mehr Wachstum und entsprechend sprudelnde Steuereinnahmen stemmen zu können, sowie dies Deutschland von 2010 bis 2019 mit einem Rückgang der Schuldenquote von 82,3 % der Wirtschaftsleistung auf knapp unter 60 % gelungen war. In jedem Fall überwiegen derzeit die Vorteile der sehr expansiven Fiskalpolitik die Nachteile, die sich durch den Anstieg der Staatsschulden mit der Zeit ergeben könnten.

Auch die Zentralbanken werden ihre sehr expansive Politik in 2021 weitgehend unverändert beibehalten. Auch wenn die Inflation in Kürze ihren Tiefpunkt erreichen und im weiteren Verlauf des Jahres 2021 langsam anziehen dürfte, werden die Zentralbanken dies vorerst als Bewegung in die richtige Richtung begrüßen. Eine echte Zinswende zeichnet sich frühestens für Ende 2022 ab. Nach der Mega-Rezession ist dies nicht verwunderlich. Bereits in den Jahren vor der Pandemie hat die Inflation die Zielrate von 2 % oftmals deutlich unterschritten. Des Weiteren sind die Zentralbanken interessierter als je zuvor daran, dass der Aufschwung auch die besonders hart getroffenen Gruppen am Arbeitsmarkt wie Berufsanfänger und Menschen im Niedriglohnsektor erreicht. Die US Fed hat Ende August ihr Inflationsziel sowie Beschäftigungsziel überarbeitet. Im Rahmen des sogenannten „Average Inflation Targeting“ strebt sie an, über einen längeren Zeitraum eine durchschnittliche Inflationsrate von 2 % zu erreichen. Die EZB könnte Mitte nächsten Jahres ihre Strategie ebenfalls anpassen. Wir erwarten aber nicht, dass sie der Fed ganz folgt, da der Widerstand dagegen groß sein dürfte.

*Finanzpolitik wird auch
2021 Konjunktur stärker
stützen als je zuvor*

*Zentralbanken werden
geduldiger als früher auf
Anstieg der Inflation
reagieren*

2. Inflation: schwach, ab Frühling geht es aufwärts

(Dr. Florian Hense)

Kerninflation gesunken, weil Nachfrage stärker als Angebot eingebrochen ist

Der durch die Covid-19 Pandemie ausgelöste beispiellose Wirtschaftseinbruch hat die Inflation 2020 stark belastet. Die Ausgangs- und Kontaktbeschränkungen sowie das Schließen von Betrieben haben sowohl das gesamtwirtschaftliche Angebot wie die Nachfrage getroffen. Dass die Pandemie Verbraucher und Unternehmen stark verunsicherte, hat den Nachfrageschock verstärkt. In den USA ist die Kerninflation von 1,5 % bis 2 % im Jahresvergleich auf 1 % gefallen – ein Niveau, welches zuletzt während der Finanzkrise erreicht wurde (Abb. 6). In der Eurozone ist die Kerninflation sogar auf ein Allzeittief von 0,2 % gesunken nach 1 % vor Ausbruch der Pandemie. Die in Deutschland während H2 2020 reduzierte Mehrwertsteuer hat etwas dazu beigetragen.

Rückkehr zu Inflationsraten vor Pandemie wird dauern

Die Rückkehr zu den Inflationsraten vor der Pandemie wird noch eine Weile dauern. Eine Reihe von Faktoren halten Löhne, Preise und Inflationserwartungen vorerst in Schach. Die Stimmung bei Verbrauchern und Unternehmen hat sich von Mai bis Oktober zwar deutlich aufgehellt. Im Zuge der zweiten Pandemiewelle hat sie sich aber erneut eingetrübt. Die Sparquoten der privaten Haushalte und Unternehmen bleiben hoch, obwohl angesichts weniger drakonischer Lockdowns beide weniger zum Haushalten gezwungen sind als noch im Frühling. Die Umlaufgeschwindigkeit des Geldes verharret auf einem Allzeittief. Angesichts der geringen Nachfrage sehen sich Unternehmen weiterhin dazu genötigt, außerordentliche Preisnachlässe zu gewähren. Nicht alle werden es durch die Pandemie schaffen. Einige Beschäftigte, die momentan noch in Kurzarbeit sind, werden sich 2021 auf dem Arbeitsmarkt neu umschauen müssen.

Abb. 6: Kerninflationsraten in den USA und der Eurozone



In %. Quellen: Eurostat, BEA

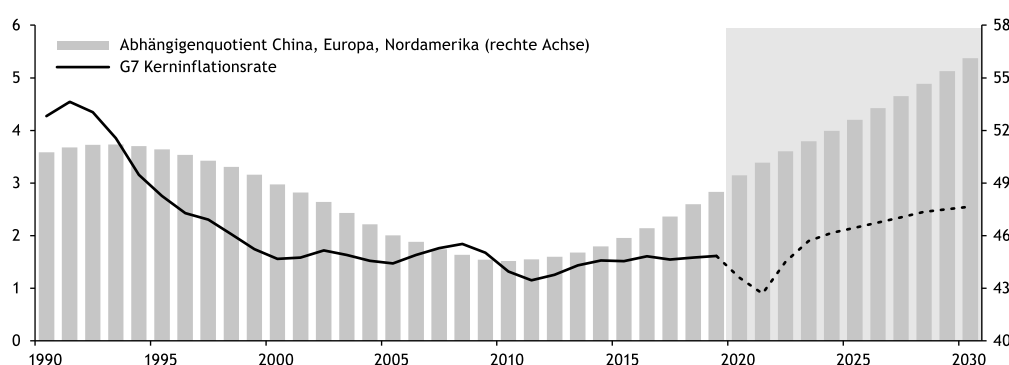
Im Laufe des Jahres 2021 wird Inflation langsam zunehmen

Im Laufe des nächsten Jahres könnte sich das Blatt aber langsam wenden. So wie wir immer besser Herr der Pandemie werden, bahnt sich die umfangreiche Hilfe der Geld- und Finanzpolitik ihren Weg in die Wirtschaft. Verbraucher könnten ihre Ersparnisse abbauen und wieder mehr konsumieren. Unternehmen könnten wieder größere Investitionen stemmen. Mehr staatliche Investitionen und öffentliche Ausgaben in 2021 folgen auf die Überlebenshilfe von 2020. Ende 2022 rechnen wir mit Inflationsraten von 2 % oder leicht darüber in den USA und Großbritannien sowie 1,5 % in der Eurozone.

Ab 2023 könnten die Inflationsraten weiter Richtung 2,5 % zunehmen. Dafür gibt es zwei Gründe: Erstens wird die Wirtschaftspolitik ihre Hilfe nicht abreißen lassen. Die Zentralbanken werden noch lange die Konjunktur stützen. Die Fed hat ihre Strategie bereits dahingehend überarbeitet. Die EZB wird ebenfalls länger warten als üblich, bevor sie die Zinszügel wieder anzieht. Auch die Finanzminister werden ihren fiskalischen Spielraum ausgiebiger nutzen als früher – eine aktive Finanzpolitik anstelle der nicht immer zu Recht gescholtenen Austerität der 2010er Jahre im Nachgang der Finanzkrise von 2008/2009.

*Expansive
Wirtschaftspolitik stützt
Inflation mittelfristig*

Abb. 7: Kerninflationsrate und Abhängigenquotient



In %. Schraffierte Fläche: Prognosen. Quellen: UN, OECD, IMF

Zweitens zeichnet sich die Umkehr von strukturellen Angebotsschocks ab, die über die letzten Jahrzehnte den Inflationsdruck gebremst haben. Nach der Pandemie in 2020 und den von Donald Trump angezettelten Handelskriegen zwischen 2018 und 2019 überdenken viele Unternehmen ihre globalen Lieferketten. Im Bereich der Güterproduktion kommt es wahrscheinlich zu einer De-Globalisierung. Außerdem wächst das gesamtwirtschaftliche Angebot der entwickelten Welt nicht mehr so stark, weil die Arbeitskräfte Chinas und anderer Schwellenländer mittlerweile weitgehend in die Weltwirtschaft integriert sind. Darüber hinaus werden in Asien die Mittelschicht und damit der Verbraucher immer bedeutender. Vor allem spricht die Bevölkerungsentwicklung für künftig etwas schneller steigende Preise. Der Abhängigenquotient, also der Anteil derjenigen an der Bevölkerung, die nicht im üblichen Erwerbsalter sind, steigt (Abb. 7). Babyboomer verlassen in den nächsten Jahren den Arbeitsmarkt. Damit erhöht sich der Anteil der Menschen, die zwar zur gesamtwirtschaftlichen Nachfrage aber nicht (mehr) durch Arbeit zum Angebot beitragen. Als Folge des Facharbeitermangels könnte die Verhandlungsmacht der verbliebenen Beschäftigten bei Lohnrunden steigen, insbesondere in den Sektoren, die nicht von Automatisierung, Robotik und KI betroffen sind. Der langfristige Trend zu arbeitsintensiven Sektoren (Gesundheit, Pflege, Gastronomie und Unterhaltung) verstärkt diese Tendenz noch einmal.

*Umkehr von
Angebotschocks könnte
langfristig zu höherer
Inflation führen*

Vieles spricht dafür, dass wir vor einer Zeitenwende stehen. Der über 40-Jahre andauernde Trend fallender Inflationsraten endet und könnte sich in den 2020er Jahren drehen. Eine Rückkehr zu den hohen Preissteigerungen der 1970er und 1980er Jahre halten wir aber für unwahrscheinlich. Diese Lektion haben die Notenbanken gelernt.

*Zeitenwende könnte in
2020er Jahren bevorstehen*

3. US-Politik unter Joe Biden

(Dr. Jörn Quitzau)

Günstige Konstellation

Nach der Präsidentschaftswahl sieht es aus wirtschaftlicher Perspektive nach der denkbar günstigsten Konstellation aus: Joe Biden wird Präsident, muss sich aber mit einem gespaltenen Kongress mit einer republikanischen Mehrheit im Senat arrangieren.

Joe Biden: anderer Ton, anderer Politikstil

Der designierte Präsident Biden wird einen anderen Umgangston pflegen als sein Amtsvorgänger Donald Trump und für deutlich mehr Verlässlichkeit und Planbarkeit sorgen. Für Unternehmen ist Planungssicherheit ein hohes Gut. Deshalb ist es für Wirtschaft und Märkte eine erfreuliche Nachricht, wenn die Zeit der extremen politischen Sprunghaftigkeit zu Ende geht. Dass Biden gleichzeitig wohl mit einem gespaltenen Kongress regieren muss, senkt deutlich das Risiko eines drastischen Linksrucks in der Wirtschafts-, Finanz- und Steuerpolitik, der ansonsten mit Blick auf Bidens Wahlprogramm durchaus befürchtet werden konnte.

Stichwahl in Georgia entscheidet über Senatsmehrheit

Doch zunächst zur Konstellation im Senat. Erst am 5. Januar 2021 entscheidet eine Stichwahl im Bundesstaat Georgia, welche Partei die letzten beiden Senatorensitze gewinnt. Vor der Stichwahl führen die Republikaner mit 50:48 Sitzen. Die Republikaner behielten also die Mehrheit, wenn sie mindestens einen der beiden verbleibenden Sitze gewinnen. Sie könnten mit der Senatsmehrheit wichtige steuer- und finanzpolitische Vorhaben der Demokraten ausbremsen. Sollten die Demokraten beide Sitze in Georgia gewinnen, käme es zu einem Patt. In diesem Fall gäbe die Stimme der Vizepräsidentin Kamala Harris, die gleichzeitig Senatsvorsitzende wird, den Ausschlag, so dass de facto die Demokraten die Mehrheit im Senat hätten. Allerdings wäre selbst dann nicht mit einer allzu waghalsigen Steuer- und Finanzpolitik zu rechnen, weil eine am linken Parteiflügel ausgerichtete Wirtschaftspolitik nicht von allen demokratischen Senatoren unterstützt wird. So könnte etwa Joe Manchin, demokratischer Senator aus West-Virginia, bei bestimmten Themen mit den Republikanern stimmen. Dies zwingt die Demokraten im Vorhinein, von Extrempositionen abzurücken.

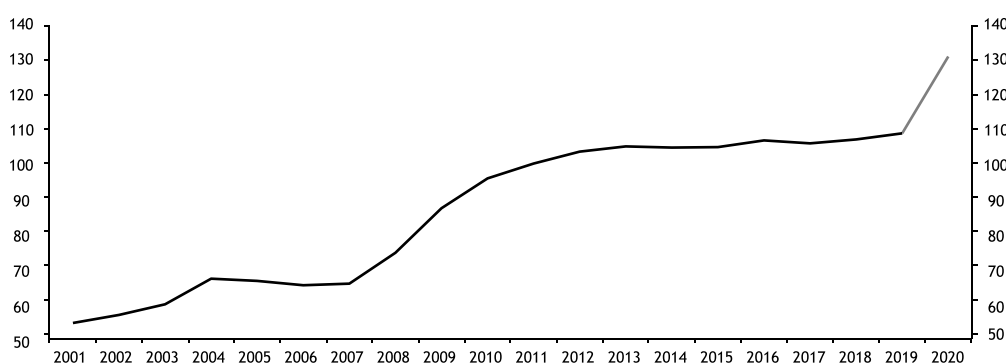
Wirtschaftspolitische Schwenke

Bidens Wahlprogramm ist geprägt vom Geist „Mehr Staat, weniger Markt“. Dazu gehören höhere Steuern für Unternehmen, Vermögende und Besserverdiener. Teilweise geht es um deutlich höhere Steuern, insbesondere auf Kapitaleinkünfte. Zudem steht Bidens Wahlprogramm aus sozialpolitischen und ökologischen Gründen für eine deutlich schärfere Regulierung der Wirtschaft und für mehr Arbeitnehmerrechte. Auf der Ausgabenseite gibt es kostspielige Pläne: So sollen für den „New Green Deal“ und die weitgehende Abschreibung von Studentenkrediten in den nächsten vier Jahren vom Staat 2 Bill. US-Dollar bereitgestellt werden. Aus europäischer Sicht klingen diese Pläne eher nach Sozialdemokratie als nach einer wirtschaftspolitischen Revolution. Für die Hochburg des Kapitalismus sind viele Punkte allerdings äußerst ungewöhnlich und haben Teile der Wirtschaft vor der Wahl verschreckt. Wegen der geschilderten Konstellation im Senat sieht es nun aber so aus, dass nur mildere Reformen umgesetzt werden können. Biden mag sich darüber insgeheim sogar freuen, denn sein Wahlprogramm stand teilweise deutlich links von den Positionen, die er früher selbst vertreten hat. So hilft ihm das Wahlergebnis, den linken Parteiflügel in Schach zu halten.

Doch auch mit einem gemäßigten Reformkurs werden sich die USA ein Stück in Richtung des europäischen Sozialstaatsmodells entwickeln. Der „Shareholder-Kapitalismus“ alter amerikanischer Prägung hat vorerst ausgedient. Der (internationale) Zeitgeist verlangt nach einem „Stakeholder-Kapitalismus“, bei dem neben den Interessen der Unternehmens-Anteilseigner verstärkt auch die Interessen der Arbeitnehmer und der Gesellschaft als Ganzes berücksichtigt werden.

*Shareholder-Kapitalismus
hat vorerst ausgedient*

Abb. 8: US-Staatsschulden seit Beginn der globalen Finanzkrise verdoppelt



In % des BIP. Quellen: IWF, Macrobond

Mit Janet Yellen wird eine ehemalige Präsidentin der US-Notenbank neue Finanzministerin, also eine erfahrene Finanz- und Wirtschaftsexpertin. Radikale Steuererhöhungen wären von ihr selbst dann kaum zu erwarten, wenn die Demokraten eine Mehrheit in beiden Häusern des Kongresses hätten. Allerdings sind auch in ihrer Amtszeit hohe Haushaltsdefizite wahrscheinlich, da sie „deficit spending“ als wirksames Instrument für eine stärkere gesamtwirtschaftliche Nachfrage sieht. Die Staatsschuldenquote (Abb. 8) wird sich also allenfalls auf dem hohen Niveau stabilisieren. Wahrscheinlich wird sie sogar noch etwas weiter steigen. Zunächst steht die Einigung auf ein weiteres Konjunkturpaket an, dessen Volumen weit unter den ursprünglichen Vorstellungen der Demokraten (2 Bill. US-Dollar) liegen dürfte. Derzeit liegen die Positionen zwischen 500 Mrd. US-Dollar (Republikaner) und mindestens 920 Mrd. US-Dollar (Demokraten). Dazu kommt vermutlich im Frühjahr ein großes Investitionsprogramm für die Infrastruktur.

*Moderat expansive
Finanzpolitik*

Auch wenn die steuer- und finanzpolitischen Pläne voraussichtlich zurechtgestutzt werden, wird die Biden-Regierung wirtschaftspolitische Akzente setzen. Sie wird einen Ausgabenschwerpunkt im Gesundheitswesen legen, auch um die Folgen der Pandemie stärker abzufedern. Mehr Arbeitnehmerrechte, mehr Macht für die Gewerkschaften und Mindestlöhne lassen sich von der Regierung ohne nennenswerte fiskalische Zusatzlasten umsetzen. Gleiches gilt für Umwelt- und Klimaschutzauflagen. In der Handelspolitik wird Biden eine harte Haltung gegenüber China beibehalten und genau wie Donald Trump versuchen, möglichst viele Arbeitsplätze in den USA zu sichern. Insgesamt ergibt sich das Bild einer „inkluisiven“ Wirtschaftspolitik, mit der die Interessen schwächerer Bevölkerungsteile stärker adressiert werden. Diesen inklusiven Ansatz wird auch die Fed mit ihrer neuen Geldpolitik unterstützen.

*Wirtschaftspolitische
Akzente durch Regulierung*

TEIL 4 AUSGEWÄHLTE REGIONEN

1. USA: Sonderweg in der Corona-Politik

(Dr. Jörn Quitzau)

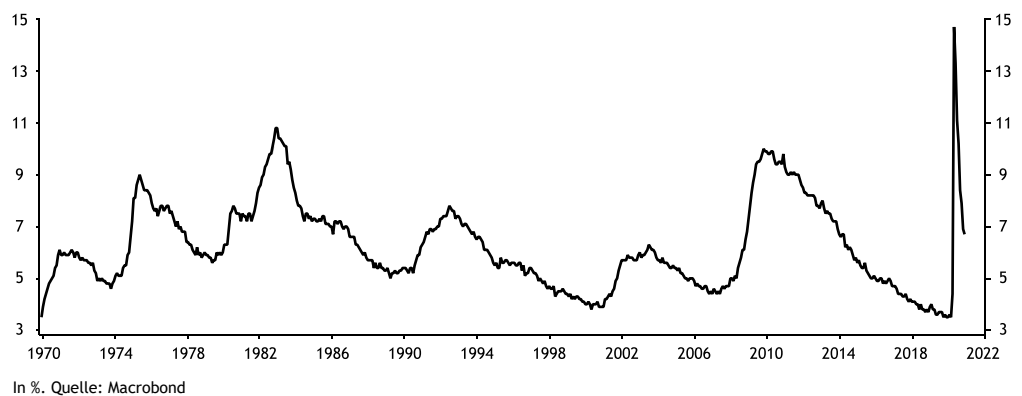
*Geringerer wirtschaftlicher
Einbruch, aber höhere
Infektionszahlen*

Gleiches Virus, andere Reaktion: Die USA haben unter der Führung von Donald Trump wirtschafts- und gesellschaftspolitisch einen anderen Weg beschritten als viele andere Länder. Zwar versuchten auch die USA im Frühjahr, die erste Infektionswelle mit dem Herunterfahren wirtschaftlicher Aktivitäten zu brechen, im weiteren Jahresverlauf wurde die Wirtschaft aber weitgehend offen gehalten. Mit deutlich höheren Infektionszahlen als in vielen europäischen Ländern zahlten die USA aber einen hohen Preis.

Gründe für den Sonderweg

Für diesen politischen Sonderweg war offenkundig die Mentalität des US-Präsidenten mitverantwortlich. Kulturelle Eigenarten der Amerikaner spielen aber auch eine Rolle: Die US-Bevölkerung ist eher eine Ansammlung von Individualisten als ein starkes Kollektiv. Beim Eindämmen der Pandemie war das womöglich nicht gerade förderlich. Zudem hat im Frühjahr der wirtschaftliche Absturz mit schockierenden Arbeitsmarktzahlen den amerikanischen Sonderweg mit verursacht. Allein in der zweiten März-Hälfte gab es innerhalb von nur zwei Wochen 9,9 Mio. Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe. Zum Vergleich: Noch im Februar waren insgesamt nur 5,8 Mio. Amerikaner arbeitslos gemeldet. Die Arbeitslosenquote schoss von 3,5 % im Februar – dem niedrigsten Niveau seit 50 Jahren – auf 14,7 % im April.

Abb. 9: US-Arbeitslosenquote mit historischem Auf und Ab



*Pandemie in angespannter
innenpolitischer Lage*

Die aufziehende Massenarbeitslosigkeit erforderte eine schnelle und massive Reaktion seitens der Regierung und Notenbank, da die soziale Absicherung in den USA im Normalfall sehr lückenhaft ist und Arbeitslosigkeit schneller als in Europa zu existenzieller Not führt. Die staatlichen Hilfsmaßnahmen waren auch wichtig, weil zu dem Zeitpunkt die innenpolitische Lage in den USA ohnehin angespannt war. Insofern ging es wohl auch darum, mit Hilfspaketen öffentliche Unruhen zu verhindern. Tatsächlich haben Regierung und Notenbank geliefert und Hilfspakete mit atemberaubenden Volumina auf den Weg gebracht (s. auch Seite 10f.).

Im Ergebnis ist die US-Wirtschaft mit einem voraussichtlichen Minus von 3,5 % im Jahr 2020 weniger stark abgestürzt als die der Eurozone (−7,5 %). Dank der auch im internationalen Vergleich ausgesprochen großzügigen und damit teuren Konjunkturstützen und dem späteren Offenhalten der Wirtschaft konnte sich der Arbeitsmarkt schnell wieder erholen. Die Arbeitslosenquote fiel von ihrem April-Hoch bei 14,7 % bis November auf 6,7 %. Im Dezember und Januar dürfte die Erholung von Wirtschaft und Arbeitsmarkt pausieren, weil viele Bundesstaaten wegen der stark gestiegenen Infektionszahlen wieder einige Restriktionen beschließen mussten und die Bürger ihre Aktivitäten freiwillig einschränken. Wenn die Infektionszahlen zurückgehen – witterungsbedingt im Frühjahr oder wegen des vermehrten Impfstoff-Einsatzes –, erwarten wir wieder zunehmende Dynamik. Eine gewisse Unsicherheit resultiert aus dem Regierungswechsel im Januar: Wird der Präsident Biden beim Kampf gegen die Pandemie stärker auf wirtschaftliche Einschränkungen setzen? Wenn ja, könnte dies kurzfristig die Konjunktur belasten, dafür aber anschließend ein schnelleres Lockern erlauben.

*Corona-Krise löst
Arbeitsmarktschock aus*

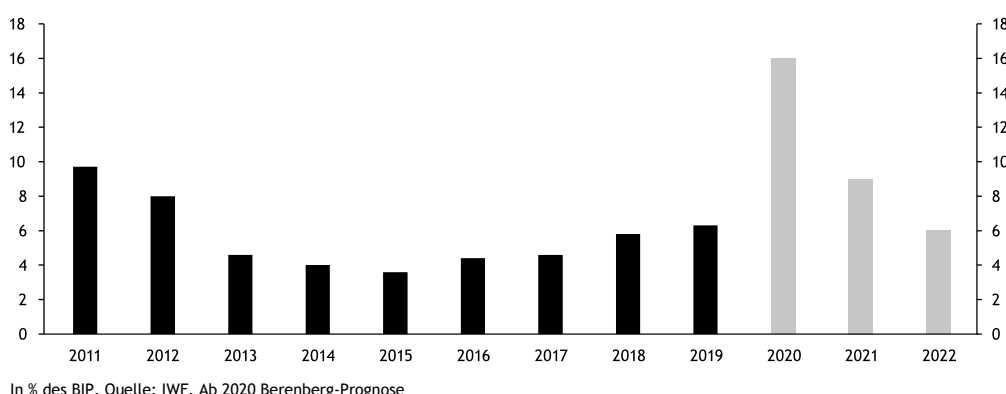
Da die US-Wirtschaft weniger stark eingebrochen ist als die der Eurozone, wird auch die Erholung 2021 weniger spektakulär ausfallen: Während wir für die Eurozone ein BIP-Wachstum von 5,0 % erwarten, wird das US-Wachstum wohl bei 3,9 % liegen. Dies darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die US-Wirtschaft ihr Vorkrisenniveau schneller wieder erreichen wird als die Eurozone: Für die USA erwarten wir dies Ende 2021, für die Eurozone erst Mitte 2022. Übermäßige Inflation sehen wir trotz des Aufschwungs vorerst nicht aufziehen. Für 2021 prognostizieren wir in den USA einen Preisauftrieb von 1,9 %, für 2022 dann 2,0 %. Damit blieben die Preise in beiden Jahren so stabil, dass die Fed ihren konjunkturstützenden Kurs nicht ändern muss.

*US-Wirtschaft wird Vor-
Krisenniveau schneller
erreichen als die Eurozone*

Der geschilderte Konjunkturverlauf wäre ohne den massiven Einsatz der Fiskalpolitik nicht möglich. Doch alles hat seinen Preis. Das amerikanische Haushaltsdefizit wird sich in diesem Jahr voraussichtlich auf unglaubliche 16 % des BIP belaufen – ein Wert, den man in normalen Zeiten allenfalls in Entwicklungsländern vermuten würde. In den nächsten Jahren wird das Defizit zwar schrittweise sinken, aber der massive Konjunkturimpuls wird deutliche Spuren bei den amerikanischen Staatsfinanzen hinterlassen.

*US-Haushaltsdefizit springt
2020 auf 16 % des BIP*

Abb. 10: USA - Haushaltsdefizit auf Rekordhoch



Eurozone wirtschaftlich stärker von Pandemie getroffen als USA

Härtere Beschränkungen und stärker von Zusammenbruch des Welthandels betroffen

Deutschland hat sich noch am besten geschlagen, Spanien am schlechtesten

2. Eurozone: Kraftvoller Wiederaufschwung

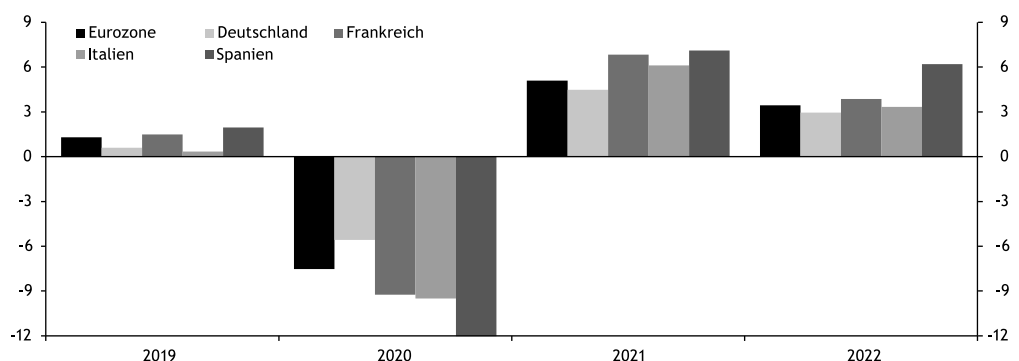
(Dr. Florian Hense)

Obwohl die Eurozone pro-Kopf weniger Covid-19-Infektionen und Sterbefälle als die USA verzeichnet hat, ist sie in wirtschaftlicher Hinsicht stärker getroffen worden. Mit einem Rückgang von vermutlich 7,5 % könnte das BIP der Eurozone auch stärker geschrumpft sein als im Jahr nach dem Lehman-Kollaps in 2009 (−4,5 %).

Für das schlechtere Abschneiden der Eurozone lässt sich eine Reihe von Gründen anführen. Vor allem hat die Eurozone härtere Beschränkungen verhängt. Als Exportweltmeister war sie vom Zusammenbruch des weltweiten Handels im März und April mehr betroffen. Zudem hat sie die wirtschaftspolitischen Schleusen nicht so stark geöffnet wie die USA. Nachdem die erste Pandemiewelle überstanden war, konnte die Eurozone den Verlust teilweise wieder gutmachen. Mit dem erneuten Abrutschen des BIPs der Eurozone im Zuge der zweiten Pandemiewelle hat sich aber wieder eine Lücke zu der sich in Q4 2020 (noch) wachsenden US-Wirtschaft aufgetan.

Innerhalb der Eurozone haben sich die einzelnen Länder unterschiedlich schlecht geschlagen (Abb. 11). Die Pandemie hat Spanien stärker getroffen als Italien und Frankreich. Deutschland hat sich von den vier großen Volkswirtschaften in der Eurozone am besten gehalten. In Spanien könnte für die Entwicklung des BIP im Gesamtjahr −11,7 % stehen, in Italien −9,5 %, in Frankreich −9,3 % und in Deutschland −5,8 %. In Spanien war die Pandemie in der ersten Welle besonders virulent, die Restriktionen drakonisch, die Unterstützung seitens der Politik zu halbherzig und der Einbruch der wichtigen Tourismusindustrie sehr schmerzvoll. In Deutschland verlief die Pandemie weniger dramatisch, die Restriktionen waren weicher und finanziell konnte der deutsche Staat nach den Überschüssen der Vorjahre aus dem Vollen schöpfen.

Abb. 11: Wachstumsraten der Eurozone und ihrer größten vier Volkswirtschaften



Einigung zu Hilfen auf europäischer Ebene

Weil die Pandemie die Länder der Eurozone bzw. EU so unterschiedlich getroffen hat und zwischenzeitlich wieder Fragen hinsichtlich des Fortbestands der Eurozone aufkamen, haben sich die Mitglieder der Eurozone gemeinsam mit den restlichen EU-Staaten auf umfangreiche gemeinsame Hilfen auf europäische Ebene geeinigt.



Vor allem haben sie beschlossen, einen 750 Mrd. Euro starken Wiederaufbaufonds aufzulegen und diesen durch die Aufnahme von gemeinsamen Schulden zu finanzieren. 390 Mrd. Euro davon sollen den am schwersten von der Pandemie betroffenen Ländern – sowie Sektoren – in Form direkter Transfers über die nächsten Jahre zukommen. Neben dem entschlossenen Handeln der EZB hat diese Solidarität innerhalb Europa entscheidend dazu beigetragen, die Renditen auf Staatsanleihen der Peripherieländer unter Kontrolle zu halten. Aus Sicht der einzelnen Länder und der EU insgesamt wäre allen damit gedient, wenn das zusätzliche Geld sinnvoll genutzt wird, beispielsweise um wachstumsfreundliche Investitionen zu finanzieren oder Strukturreformen voranzutreiben, statt Haushaltslöcher zu stopfen. Nachdem sich die Staats- und Regierungschefs der EU Ende Juli bereits auf ein Paket inklusive des Wiederaufbaufonds und des langfristigen EU-Haushaltes für die nächsten sieben Jahre geeinigt hatten, leisteten Ungarn und Polen noch lange Widerstand gegen das Vorhaben, die Hilfe an Rechtsstaatlichkeit zu binden. Mittlerweile hat die EU letztlich einen Kompromiss gefunden, so dass in etwa Mitte nächsten Jahres die ersten Gelder fließen können.

*Der Wiederaufbaufonds ist
ein Meilenstein*

Der Wirtschaftsausblick für die Eurozone in 2021 ist außerordentlich positiv. Erstens verfügt die Wirtschaft der Eurozone schlichtweg über mehr Aufholpotenzial, nachdem sie mehr als die USA von der Pandemie getroffen wurde. Des Weiteren wird die exportabhängige Wirtschaft der Eurozone von einer verlässlicheren Außen- und Handelspolitik des künftigen US-Präsidenten Joe Biden sowie der Rückkehr zu einer mehr regelgebundenen Politik im Rahmen von internationalen Organisationen wie der WTO, der WHO oder der UN stark profitieren. Der von Donald Trump im Jahr 2019 angezettelte Handelskrieg hatte die Eurozone rund 1 % Wachstum gekostet. Bei den Brexit-Verhandlungen ist die Unsicherheit zwar groß, aber nach wie vor besteht die Möglichkeit, dass die EU und Großbritannien sich doch noch auf ein Handelsabkommen oder zumindest Übergangsvereinbarungen, die den Übergang auf die WTO-Regeln weicher gestalten, einigen können. Zu guter Letzt entwickelt sich die Wirtschaft der Eurozone immer dann gut, wenn sich die Wirtschaft weltweit im Aufschwung befindet. Dann können die Exporteure der Eurozone die Produkte bereitstellen, die anderenorts nachgefragt werden. Für 2021 erwarten wir einen weltweiten Aufschwung, der auch dank stärkerem Rückenwind durch die Wirtschaftspolitik noch kräftiger ausfällt als in 2017. Auch 2022 dürfte der Aufschwung sich fortsetzen, auch wenn die Zuwachsraten sich nach dem ersten Rückpralleffekt in der Zeit nach dem Auslaufen der Pandemie sich langsam abflachen werden.

Positiver Ausblick für 2021

Wir rechnen damit, dass Deutschland sein Vorkrisenniveau Anfang 2022, Frankreich in Q2 2022, die Eurozone Mitte 2022, Spanien in H2 2022 und Italien 2023 erreichen wird.

*Rückkehr zum
Vorkrisenniveau in 2022*

3. Großbritannien: Aufstieg aus dem Tal der Tränen

(Dr. Florian Hense)

*So schwer getroffen wie kein
anderes Industrieland*

Die Covid-19 Pandemie hat Großbritannien schwerer getroffen als die meisten anderen Industrieländer. Eigentlich hatte die Insel mindestens so gute Voraussetzungen wie Deutschland, die Pandemie mit verhältnismäßig geringen Einbußen in den Griff zu bekommen. Die Zahl der Heimkehrer aus dem Skiurlaub in Norditalien, dem ersten Corona-Hotspot in Europa, hielt sich in Grenzen. Aber während die Zahl der nachgewiesenen Infektionen im März von zunächst niedrigem Niveau aus nach oben geschnellt war, zögerte die Regierung unter Premierminister Boris Johnson zu lange, bevor sie schließlich doch einen harten Lockdown verhängte. In einer Zeit, in der das Virus sich exponentiell ausbreitete, haben diese acht Tage einen entscheidenden Unterschied gemacht. Kein anderes großes Land in Europa musste für die Monate März bis Mai eine so hohe Übersterblichkeit wie Großbritannien verzeichnen.

*London hat aus Fehlern
gelernt*

London hat aber offenbar aus seinen Fehlern gelernt. Nicht nur hat London während der zweiten Welle keinen Sonderweg eingeschlagen. Es hat sogar entschlossen reagiert und wie Frankreich im November viele Bereiche des täglichen Lebens – Gastgewerbe wie Einzelhandel – lahm gelegt. Die Neuinfektionen in Großbritannien haben sich deshalb in der zweiten Welle in etwa so wie im Durchschnitt der Eurozone entwickelt.

*Wirtschaft hinkt Eurozone
hinterher*

Das Zögern im Frühling hat tiefe Spuren in der Wirtschaft hinterlassen. Weil das Land seinen Lockdown erst viel später und langsamer lockern konnte, als das nahezu überall sonst in Europa der Fall war, ist die britische Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal um 20,4 % eingebrochen – fast doppelt so stark wie in der Eurozone (–11,7 %). Im dritten Quartal hat die britische Wirtschaft zwar so stark zugelegt wie seit dem Zweiten Weltkrieg nicht mehr (15,5 %). Dennoch lag die Wirtschaftsleistung in Q3 noch 9,7 % unter dem Vorkrisenniveau (Eurozone: 4,3 %). Angesichts etwas strikterer Beschränkungen des täglichen Lebens im November könnte die britische Wirtschaft im 4. Quartal wiederum mehr als die Eurozone schrumpfen (–4,5 % vs. –3,6 %). Unterm Strich könnte die britische Wirtschaftsleistung 2020 um 11,7 % gegenüber dem Vorjahr nachgelassen haben im Vergleich zu den 7,5 % im Fall der Eurozone.

*Für 2021 sind wir aber noch
optimistischer als für die
Eurozone*

Angesichts dieses niedrigen Ausgangsniveaus sind wir für das nächste Jahr aber etwas optimistischer für die britische Wirtschaft als für die Eurozone (8 % vs. 5,0 %). Neben dem früheren Impfbeginn sprechen zwei wesentliche Gründe dafür:

Technischer Grund

Erstens, ein rein technischer Grund. Während Großbritannien bei der realen, also der preisbereinigten, Wirtschaftsleistung schlecht dasteht, war das nominale BIP im dritten Quartal im Vergleich zum Vorkrisenniveau ähnlich gedrückt wie in anderen Volkswirtschaften. Der Unterschied zwischen dem nominalen und dem realen BIP liegt im Wesentlichen an der Art und Weise, wie das britische Statistikamt den Beitrag des Staates zur Wertschöpfung schätzt, bspw. den zeitweiligen Umstieg von Präsenzunterricht in Schulen zu virtuellem Unterricht, den die Briten anders als viele andere Länder weitgehend als einen Unterrichtsausfall statt als nur eine andere Art des Unterrichts

verbuchen. Sollte sich die Situation mit der Zeit normalisieren, wird sich dieser Faktor vermutlich auflösen. In der Konsequenz könnte sich dies in einer Erholung des BIP äußern, die kräftiger ausfällt als in Kontinentaleuropa.

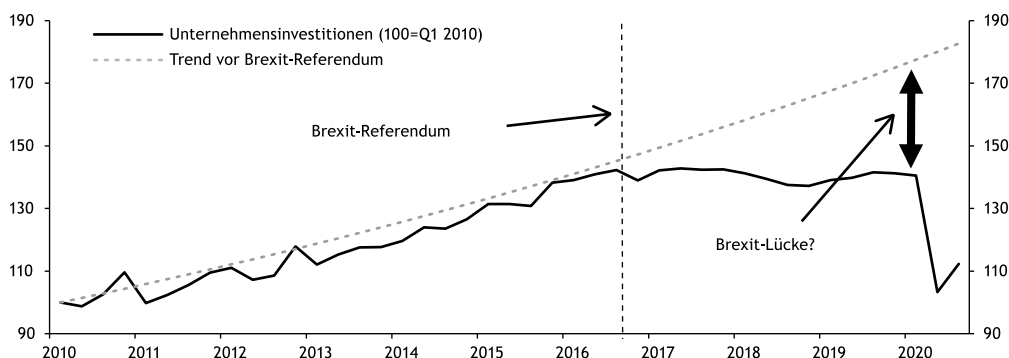
Zweitens endet derzeit die lähmende Unsicherheit über den Brexit. Mit Glück wird es Großbritannien und der EU noch gelingen, sich vor Austritt Großbritanniens aus dem EU-Binnenmarkt am 1. Januar 2021 auf ein Abkommen über ihre künftigen Beziehungen zu einigen. In diesem Fall könnte die Wirtschaft des Landes, das bereits im Februar 2020 die politische EU verlassen hatte, endlich aufatmen. Sollte es nicht dazu kommen, würden beide Seiten vermutlich immerhin noch versuchen, mit einer Reihe von Vereinbarungen den Übergang zum Handel mit Zöllen und Formalitäten nach den Standards der Welthandelsorganisation WTO weicher zu gestalten. Selbst in diesem Fall würde das reine Ende der Unsicherheit für viele Unternehmen zumindest die erwünschte Klarheit bringen, auch wenn die Konjunktur kurzzeitig einbrechen könnte.

Brexit

Vor dem Brexit wuchs die britische Wirtschaft um durchschnittlich 2 % pro Jahr. Selbst bei einem umfassenden Abkommen, welches der britischen Wirtschaft einen weiterhin guten Zugang zu ihrem größten Absatzmarkt der EU27 sichern würde, sollte das Trendwachstum auf 1,7 % sinken. Bei einem harten Brexit ohne ein Abkommen über den bevorzugten Zugang zum großen EU-Binnenmarkt wären vielleicht nur 1,5 % drin. Die Unternehmensinvestitionen haben das geringere Trendwachstum seit dem Referendum im Juni 2016 bereits vorweggenommen (Abb. 12).

Langfristiges Wachstum hängt von künftigen Handelsbeziehungen zu EU ab

Abb. 12: Investitionen britischer Unternehmen



Quelle: ONS

4. China: First in, first out

(Dr. Jörn Quitzau)

*Wirtschaftlicher Einbruch
schnell überwunden*

Obwohl die Pandemie in China ihren Ursprung findet und dort zuerst zum wirtschaftlichen Einbruch führte, wurde der Konjunkturschock schnell überwunden und es sieht wirtschaftlich inzwischen wieder sehr gut aus. Während viele westliche Industrienationen mit der zweiten Welle des Virus zu kämpfen haben, ist der Datenfluss aus China positiv – zuletzt wurde im November ein Exportplus von rund 21 % gegenüber dem Vorjahresmonat gemeldet. Das Land der Mitte dürfte eines der wenigen sein, dessen Wirtschaft selbst in diesem von der Pandemie geprägten Jahr wachsen kann.

*Autoritäres
Krisenmanagement*

China hat mit drakonischen Maßnahmen zu Jahresbeginn die Verbreitung des Virus effektiv eingedämmt. Bis heute wird jedes neue Infektionsgeschehen genauestens verfolgt. Manche Städte werden selbst bei vergleichsweise geringer Inzidenz komplett abgeriegelt und die gesamte, mitunter millionenstarke Bevölkerung vollständig getestet und unter Quarantäne gestellt. Was die Bevölkerung Chinas mitträgt, scheint in freiheitlichen Gesellschaften, allen voran in den USA, unvorstellbar. Trotz der offiziell gemeldeten Erfolge: Dass die Infektionszahlen seit März kaum gestiegen sind – vor allem im Vergleich mit den westlichen Ländern –, stellt viele Beobachter vor ein Rätsel, selbst wenn das autoritäre Krisenmanagement berücksichtigt wird.

*Wie immer: China bekämpft
Probleme mit expansiver
Geld- und Fiskalpolitik*

Im ersten Quartal war das BIP um 6,8 % im Vergleich zum Vorjahreszeitraum geschrumpft. Doch sehr schnell wurde das Fundament für den Wiederaufschwung gelegt. Mitte Februar hat die Regierung damit begonnen, die Beschränkungen wieder aufzuheben. Fiskalpolitisch gab es abermals Rückenwind: Die Mittel zur Bewältigung der Krise belaufen sich auf rund 5 % des chinesischen BIP. Die Finanzspritzen konzentrieren sich auf fünf Kernbereiche: (1) Pandemieprävention, (2) medizinische Ausrüstung, (3) Arbeitslosenversicherung, (4) Steuererleichterungen und Befreiung von Sozialversicherungsbeiträgen sowie (5) Ausweitung der öffentlichen Investitionen. Darüber hinaus hat die chinesische Notenbank, die People's Bank of China, erhebliche geldpolitische Impulse gesetzt, um die von überbordenden Schulden bedrohte Finanzstabilität aufrechtzuerhalten und zu stützen. Diese wirtschaftspolitischen Impulse tragen dazu bei, dass die chinesische Wirtschaft im Gesamtjahr 2020 allen Widrigkeiten zum Trotz um 2,7 % gewachsen sein könnte. 2021 dürfte China mit 9,0 % seinen Wachstumskurs rasant fortsetzen. Das Land dürfte dabei als Exportnation vom globalen Wiederaufschwung zusätzlich profitieren, wobei der starke Yuan-Kurs etwas dämpfend wirken könnte.

*Freihandelsabkommen und
Handelskonflikt*

China wird darüber hinaus weiter versuchen, seine Stellung in der Welt zu verbessern. Es hat im November mit 14 asiatisch-pazifischen Ländern das größte Freihandelsabkommen („RCEP“) der Welt abgeschlossen und seine Position in der Region – und weltweit – damit weiter gefestigt. Hingegen dürfte das Verhältnis mit den USA auch unter dem Präsidenten Joe Biden angespannt bleiben. Die Tonlage dürfte wieder diplomatischer und der Konflikt insgesamt berechenbarer werden. Dennoch könnte sich die Situation für China verkomplizieren, wenn Joe Biden die Interessen der westlichen Welt bündelt, die europäischen Partner wieder auf die Seite Amerikas zieht und sich China somit einer internationalen Allianz gegenüberstellt.

TEIL 5

ZINSEN UND WÄHRUNGEN

1. Zinsen: Zeit für etwas Entspannung

(Dr. Jörn Quitzau)

Same procedure as last year: Die Zinswende ist ausgefallen. Bestand vor Jahresfrist noch die Aussicht, dass sich der kleine Aufwärtstrend vom Jahresende 2019 weiter fortsetzen könnte, gerieten mit Ausbruch der Pandemie alle Annahmen für den Zinsausblick 2020 zur Makulatur. Eine Jahrhundert-Rezession mit hohen Arbeitslosenzahlen und großen Ungewissheiten ist kein Umfeld für steigende Zinsen. Die Flucht in Sicherheit drückte die Renditen der Bundesanleihen erneut weit unter die 0-Prozent-Marke und die Zentralbanken sorgten und sorgen für massive Liquidität. Geld ist in so einer Konstellation kein knappes Gut. Der Preis des Geldes, also der Zins, hat somit keine Chance, aus dem Keller zu kommen.

*Jahrhundert-Rezession
verbindet Zinsanstieg*

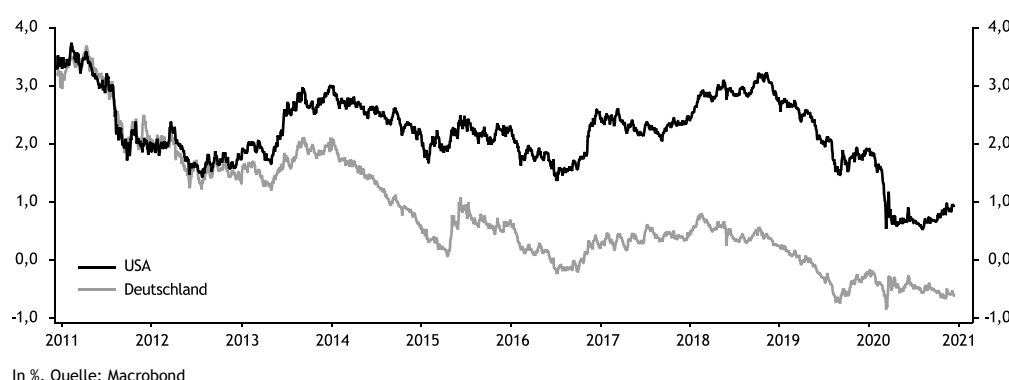
Die Aussichten für das kommende Jahr sind nicht viel besser. Eine Zinswende, die den Namen verdient hat, ist nicht in Sicht. Für das Jahresende 2021 sehen wir die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe bei 0,0 %. Das wäre immerhin ein Anstieg von gut einem halben Prozentpunkt gegenüber dem jetzigen Niveau. Für die zehnjährigen US-Treasuries erwarten wir einen ähnlichen Anstieg, allerdings auf einem höheren Niveau – von jetzt rund 0,9 % auf dann 1,4 %. Die britischen Pendanten dürften um rund 0,4 Prozentpunkte auf 0,7 % steigen. Das Aufwärtspotenzial ist generell begrenzt, weil die Notenbanken mit den Anleihekaufprogrammen jeden stärkeren Zinsanstieg bremsen werden. Die EZB hat ihre Geldpolitik gerade am 10. Dezember abermals gelockert und angekündigt, ihr Pandemie-Kaufprogramm um 500 Mrd. Euro auszuweiten. Auch die anderen großen Zentralbanken betonen stets ihre Bereitschaft zu weiteren Maßnahmen.

*Moderater Zinsanstieg, aber
keine echte Zinswende*

Bundesanleihen werden auch deshalb seit Jahren unnatürlich niedrig oder negativ verzinst, weil sie als absolut sicher gelten und in Krisenzeiten stark nachgefragt werden. Dass die EU zur Finanzierung des „Wiederaufbaufonds“ nun ebenfalls eine sehr sichere Anleihe auf den Markt bringt, dürfte für die Bundesanleihe allerdings wenig ändern.

*Bundesanleihen bleiben
gefragt, trotz EU-
Konkurrenz*

Abb. 13: Zinsen auf historisch niedrigen Niveaus



2. Währungen: Auf zu neuen Ufern

(Dr. Jörn Quitzau)

*Kräftige
Wechselkursschwankungen*

Die Corona-Pandemie hat auch am Devisenmarkt deutliche Spuren hinterlassen. Dabei darf sich der Euro zum Jahresende 2020 als Gewinner und der US-Dollar muss sich als Verlierer fühlen. Zwischenzeitlich gab es allerdings eine Achterbahnfahrt, bei der die europäische Gemeinschaftswährung im Tief bis fast 1,06 US-Dollar je Euro fiel, im weiteren Jahresverlauf bis Mitte Dezember aber sogar auf knapp 1,22 steigen konnte. Das ist der höchste Wert seit rund zweieinhalb Jahren.

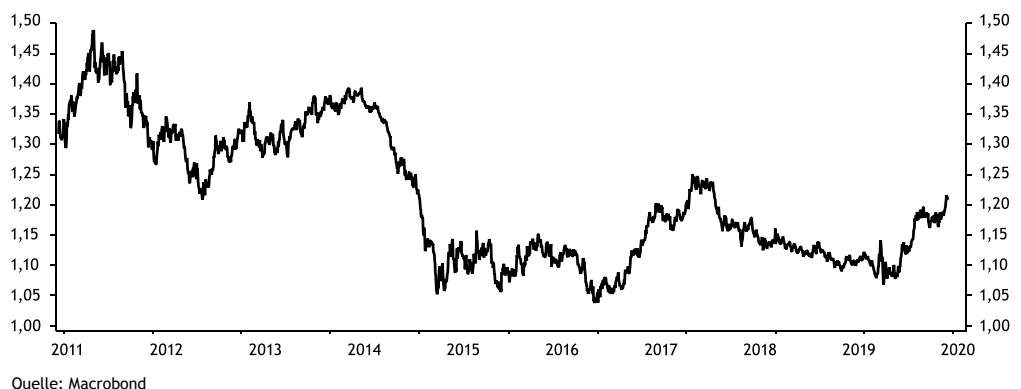
*Amerikanische Währung
hat ihren Ruf als sicherer
Hafen bestätigt*

Der US-Dollar ist immer dann stark, wenn die Unsicherheit an den Märkten besonders hoch ist. Dies war insbesondere im März der Fall, als Europa erhebliche Einschränkungen des wirtschaftlichen Lebens beschloss, um die Corona-Infektionswelle zu stoppen. Eine Jahrhundert-Rezession vor Augen, schichteten viele Anleger Geld in den sicheren Anlegehafen US-Dollar um. Auch die Präsidentschaftswahl löste kurz Safe-haven-Zuflüsse in die amerikanische Währung aus, als es kurzzeitig nach einem Wahlsieg von Donald Trump und damit weiteren vier Jahren sprunghafter Politik aussah. Mit dem Erfolg Joe Bidens versiegte der Safe-haven-Zufluss, weil die Risikofreude der Anleger stieg. Der US-Dollar gab folglich wieder kräftig nach.

*Europäischer „Wiederauf-
baufonds“ treibt Eurokurs
nach oben*

Abgesehen von diesen eher kurzfristigen Kursausschlägen ist der starke Eurotrend im Wesentlichen auf zwei andere Faktoren zurückzuführen. Aus Euro-Sicht brachte die Einigung auf einen europäischen „Wiederaufbaufonds“ („Next Generation EU“) im Frühsommer die Trendwende. Um den von der Pandemie besonders stark betroffenen Ländern beizustehen, beschlossen die EU-Kommission und die Mitgliedsländer einen 750 Mrd. Euro schweren Solidarfonds, für dessen Finanzierung auch erstmals eine erhebliche gemeinschaftliche Schuldenaufnahme vereinbart wurde. Dies brachte vor allem Italien Entlastung. Zu der konjunkturellen, strukturellen und finanzpolitischen Misere hatte sich in Italien Anfang des Jahres noch eine Gesundheitsnotlage gesellt. Die Finanzmarktakteure zweifelten zusehends daran, dass Italien diese Problemlage aus eigener Kraft würde bewältigen können. Mit dem „Wiederaufbaufonds“ erhielten die Märkte dann das Signal, dass Europa die Corona-Krise solidarisch bewältigen wird.

Abb. 14: Euro-Stärke und US-Dollar-Schwäche: Das Comeback der Gemeinschaftswährung





Die Sorgen vor einer Neuauflage der Eurokrise schwanden und wurden am Devisenmarkt ausgepreist. Die Geldpolitik hat diese positive Grundstimmung für den Euro verstärkt. Zwar reagierten sowohl die US-Notenbank Fed als auch die EZB mit massiven Krisenprogrammen, doch die Fed stach zunächst mit ihrem äußerst entschlossenen Vorgehen und historisch beispiellosen Hilfsvolumina international heraus. Die Bereitschaft zu einer extrem lockeren Geldpolitik hat die Fed schließlich Ende August mit einer Neuausrichtung ihrer geldpolitischen Strategie untermauert. Mit dem Übergang zu einem „Average Inflation Targeting“ signalisiert die Fed, dass sie ihre lockere Geldpolitik noch sehr lange fortsetzen wird – selbst dann noch, wenn die Inflation über die bisherige Zielmarke von 2 % steigt. Das schwächt den US-Dollar und stärkt den Euro.

US-Geldpolitik belastet den US-Dollar

Ein durch den Solidaritätsfonds gefestigter Euro und ein von laxer Geldpolitik und hohen Staatsdefiziten geplagter US-Dollar – damit ist die Ausgangslage für den Wechselkurs klar. Wir erwarten, dass der Euro im kommenden Jahr weiter steigt und spätestens Ende 2021 bei rund 1,25 US-Dollar je Euro notiert. Der Wechselkurs hätte dann das Niveau erreicht, das gemessen an fundamentalen Kriterien als fair bezeichnet werden darf. Somit würde der Euro seine jahrelange Unterbewertung überwinden. Da wir für 2021 einen dynamischen Aufschwung erwarten und die US-Politik unter Präsident Biden verlässlicher sein dürfte, sollte es an den Finanzmärkten eine positive Grundstimmung geben. Entsprechend sollte der US-Dollar nicht nachhaltig als sicherer Anlaghafen gesucht werden. Selbstverständlich gibt es Risiken, die möglicherweise auch in unserem Basis-Szenario hin und wieder aufflackern (s. Seite 8f.), sodass es dadurch mindestens temporär zu Rückschlägen für den Wechselkurs Euro/US-Dollar kommen kann. Der Trend bleibt aber wahrscheinlich aufwärts gerichtet. Wir wären zudem nicht überrascht, wenn der Aufwärtstrend über das Jahr 2021 hinaus anhält, weil die skizzierten Ursachen über mehrere Jahre wirken. Interessant wird sein, wie die EZB ihre geldpolitische Strategie ändert. Hier lauert Überraschungspotential. Dies könnte dementsprechend auch unseren längerfristigen Währungsausblick beeinflussen.

Euro-Stärke und US-Dollar-Schwäche sind keine Eintagsfliege

Das britische Pfund stand in den letzten Jahren maßgeblich unter dem Einfluss der Brexit-Entscheidung und den damit verbundenen Verhandlungen über ein Anschlussabkommen mit der Europäischen Union. In den vergangenen Monaten bewegte sich der Kurs des Währungspaares Euro/Pfund fast nur noch gemäß der Nachrichtenlage über das Zustandekommen des Abschlussabkommens. Als die Aussichten im September besonders schlecht waren, geriet das Pfund einmal mehr unter Druck und der Euro konnte auf fast 0,93 Pfund je Euro steigen. Nachdem es wieder Hoffnung auf eine Einigung gab, preiste der Markt den harten Brexit sukzessive aus, sodass der Wechselkurs bis rund 0,88 Pfund je Euro korrigierte.

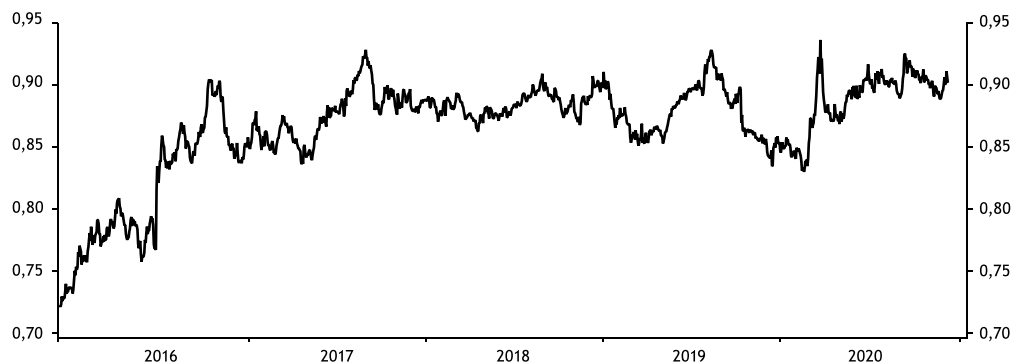
Das Pfund im Fahrwasser der Brexit-Nachrichten

Wenn die letzten strittigen Punkte zeitnah geklärt werden, würde bald ein Brexit-Anschlussabkommen unterzeichnet werden können. Der Fokus der Devisenmarktakteure würde sich dann wieder auf andere Faktoren richten. Die Zinsen beziehungsweise die Zinsdifferenzen dürften dabei eine wichtige Rolle spielen. Hier liegen die Vorteile bei Großbritannien. Aktuell liegen die Renditen für zehnjährige britische Staatsanleihen rund 90 Basispunkte über denen der zehnjährigen Bundesanleihe. Zwar dürfte sich die Differenz im kommenden Jahr etwas einengen, aber gemäß unserer Prognosen wird der

Hilft der Zinsvorteil dem Pfund-Kurs?

Zinsvorsprung in 12 Monaten immer noch bei 70 Basispunkten liegen. Da die Zinsdifferenzen in den letzten Jahren wegen des Brexit-Dramas nur am Rande beachtet wurden, könnte sich daraus in Kürze Aufwind für das Pfund ergeben. Sofern der Brexit vernünftig geregelt wird, könnte der Euro deshalb im kommenden Jahr bis auf 0,85 Pfund je Euro zurückfallen, wobei der größte Teil der Bewegung in der ersten Jahreshälfte erfolgen sollte. Ein Wechselkurs von 0,85 würde für das Pfund eine bemerkenswerte Erholung bedeuten. Allerdings läge er immer noch knapp 10 % unter dem Niveau vor dem Brexit-Referendum. Sollte das Abkommen allerdings doch nicht zustande kommen, würde das Pfund mindestens kurzfristig unter Druck geraten und die Tiefstände bei 0,93 Pfund je Euro erneut testen.

Abb. 15: Profitiert das Pfund vom Brexit-Anschlussabkommen?



Quelle: Macrobond

*Schweizer Franken bleibt
bärenstark*

Der Schweizer Franken hat sich im Jahr der Pandemie so entwickelt, wie man es von ihm gewohnt ist: Er geriet erneut unter Aufwertungsdruck und bestätigte einmal mehr seinen Nimbus als sicherer Anlagehafen. Insbesondere im Frühjahr, als die erste Infektionswelle durch Europa rollte, legte der Franken zu und die Schweizerische Nationalbank (SNB) stemmte sich mit Devisenmarktinterventionen gegen die Aufwertung. Allein im ersten Halbjahr gab sie dafür 90 Mrd. Franken aus. Da wir für 2021 ein freundlicheres Marktumfeld erwarten, dürfte der Franken leicht nachgeben, sodass der Euro auf etwas über 1,10 Franken je Euro steigen kann. Die Schweizer Währung wäre auch dann noch bärenstark, aber zumindest würde die Arbeit der SNB etwas erleichtert.

Abb. 16: Schweizer Franken während der Corona-Pandemie weiterhin gefragt



Quelle: Macrobond

Exkurs: Digitale Zentralbankwährungen

Kryptowährungen haben im Jahr 2020 erneut für Schlagzeilen gesorgt. Im November und Dezember lag das insbesondere an der neuerlichen Preisrallye beim Bitcoin, dessen Kurs in den Bereich des alten Allzeithochs von rund 20 000 US-Dollar aus dem Dezember 2017 stieg. Zuvor hatte sich aber ein Thema den Weg in die Öffentlichkeit gebahnt, das bis dahin lediglich in Fachkreisen diskutiert wurde.

*Kryptowährungen erneut
im Fokus*

Die Europäische Zentralbank hat im Herbst den Bericht „Report on a digital euro“ veröffentlicht. Damit ist die EZB offiziell einer Debatte beigetreten, die bisher von der schwedischen und der chinesischen Zentralbank angeführt wurde. Beide Zentralbanken haben längst Pilotprojekte gestartet. Andere Länder denken ebenfalls über die Einführung digitaler Zentralbankwährungen nach. Nun prüft auch die EZB die Vor- und Nachteile eines „E-Euro“.

*EZB veröffentlicht Report
über digitalen Euro*

Worum geht es bei den elektronischen Varianten der Währungen? Schon heute werden zumindest in Ländern mit ausgereiften Finanzsystemen wesentliche Teile des Zahlungsverkehrs nicht bar, sondern elektronisch abgewickelt. In den vergangenen Jahren ist das Angebot durch Instant und Mobile Payments sowie Internet-Bezahldienste noch einmal deutlich gestiegen. Insofern liegt die Frage auf der Hand: Was ist das Neue am E-Euro und welche Nische soll damit besetzt werden? Die Antwort lautet: Digitales Zentralbankgeld hätte hierzulande primär die Aufgabe, ein digitales Pendant zum Bargeld zu sein.

*Was ist das Neue an einem
„E-Euro“?*

Der digitale Euro könnte die gleichen Funktionen erfüllen wie das Bargeld oder es langfristig sogar ablösen. Insbesondere in Deutschland steht Bargeld bei der Bevölkerung noch hoch im Kurs, auch wenn der Anteil der Bargeldzahlungen nicht zuletzt durch die Corona-Pandemie rückläufig ist. Ein Ersatz des Bargeldes durch einen E-Euro würde auf erhebliche gesellschaftliche Widerstände stoßen. Die EZB hat vorsorglich klargestellt, dass das Bargeld nicht abgeschafft werden soll, sondern ein E-Euro nur ergänzend zum Bargeld eingeführt würde. Ob ein E-Euro in so einer Konstellation überhaupt nennenswert nachgefragt wird, bliebe abzuwarten. Wer nicht mit Bargeld zahlen möchte, hat schon jetzt die Qual der Wahl bei den unbaren Zahlungsmitteln. Mit dem digitalen Euro gäbe es lediglich eine Option mehr, die wohl am ehesten noch von technikaffinen Menschen genutzt würde. Wer aber bisher lieber bar zahlt, hat dafür seine Gründe und wird sich auch durch die Option eines E-Euro kaum von der Bargeldnutzung abbringen lassen.

*Würde digitales Bargeld
überhaupt nachgefragt?*

Deshalb sind wohl weniger der akute Bedarf oder die akute Nachfrage nach einem E-Euro die Triebkraft für die EZB. Sie verweist in ihrem Bericht eher auf die Zukunft und benennt verschiedene Gründe, weshalb es später vorteilhaft sein könnte, über einen digitalen Euro zu verfügen. Zu den Gründen gehören eine in Zukunft möglicherweise steigende Nachfrage nach elektronischen Zahlungsmitteln, eine spürbar sinkende Bargeldnutzung, die Ausgabe digitaler Zentralbankwährungen durch andere Notenbanken und die Konkurrenz durch privates Krypto-Geld (wie Bitcoin oder die geplante Facebook-Währung Libra, die neuerdings Diem heißen soll). Letzteres könnte die Finanzstabilität gefährden und elementare Verbraucherschutzinteressen verletzen.

*Gründe für die EZB-
Initiative*

*Anschluss an die digitalen
Möglichkeiten halten*

Insofern ist die Initiative der EZB, die Möglichkeiten eines E-Euro zu prüfen und mit den unterschiedlichen Stakeholdern zu diskutieren, nicht nur legitim, sondern sogar dringend geboten, wenn die EZB den Anschluss in der digitalen Welt nicht verlieren möchte. Die EZB hat selbst betont, dass es zunächst nur darum geht, die Möglichkeit der Ausgabe eines digitalen Euro zu prüfen und dass noch keine Entscheidung gefallen ist.

*Chancen und Risiken nur
schwer greifbar*

Die Ungewissheiten sind nennenswert. Chancen und Risiken lassen sich noch nicht recht greifen. Digitales Zentralbankgeld könnte den Geschäftsbanken Sichteinlagen entziehen, wenn der E-Euro ohne Finanzintermediäre funktioniert. Die Entscheidung über Bargeld versus Sichteinlage könnte hinfällig werden, wenn beides als nahezu äquivalent eingestuft wird. Auch könnten die Geschäftsmodelle privater Zahlungsdienstleister unter Druck geraten. Letztlich stellt sich die Frage, was mit den Daten und Informationen passiert, die im Zusammenhang mit Bezahlvorgängen generiert werden. Dabei geht es nicht nur um Datensicherheit und Datenschutz, sondern auch um die Frage, ob werthaltige Informationen den privaten Unternehmen entzogen werden, die die Informationen und Daten sonst kommerziell verwerten könnten.

*Bargeldabschaffung wäre
politisch brisant*

Politisch brisant würde es, sollte das Bargeld eines Tages doch abgeschafft werden. Dann könnte die EZB ihre expansive Zinspolitik mittels negativer Zinsen noch griffiger machen. Heute können die Sparer in gewissem Maße negativen Zinsen ausweichen, indem sie ihr Geld vom Konto abheben und in Bargeld umtauschen. In einer Welt mit nur noch digitalem Zentralbankgeld würde diese Ausweichmöglichkeit wegfallen – eine „Flucht“ in andere Vermögenswerte wäre gleichwohl weiter möglich – und negative Zinsen das Ersparte „entwerten“. Schon deshalb dürfte die Nachfrage nach digitalem Zentralbankgeld selbst dann verhalten bleiben, wenn es lediglich als Alternative zum weiterhin bestehenden Bargeld eingeführt würde.



KAPITALMARKTPROGNOSEN

Zinsen (in %)		Aktuell	Prognose Ende 2021
USA	10 Jahre	0,95	1,40
Europa*	10 Jahre	-0,63	0,00
Großbritannien	10 Jahre	0,25	0,70
Währungen			
USA	EUR/USD	1,21	1,25
Europa	EUR/CHF	1,08	1,11
Großbritannien	EUR/GBP	0,91	0,85
Aktien			
USA	S&P 500	3 672	3 700
Europa	DAX	13 306	14 200
	EURO STOXX 50	3 520	3 650
	MSCI UK	1 845	1 850

*Bundesanleihen. Aktienmarktprognozen von Berenberg Wealth and Asset Management. Quellen: Bloomberg, Berenberg

MAKRO-TEAM

Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt
+44 7771 920 377 | 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/>