



John Greenwood
Chefökonom

Adam Burton
Senior Economist

Überblick

Das Jahr 2020 stand ganz im Zeichen der Covid-19-Pandemie. Ihren Anfang nahm diese im Januar und Februar in China, wo sie mit dem chinesischen Neujahrsfest zusammenfiel, einer Zeit, in der die Fabriken und Büros landesweit für bis zu zwei Wochen geschlossen bleiben. Dadurch richtete das Virus in China einen geringeren wirtschaftlichen Schaden an, als es ansonsten der Fall gewesen wäre. Dennoch dauerte der Lockdown in der Metropole Wuhan bis April an. Bis Ende Februar hatte sich das Virus nach Europa und Nordamerika ausgebreitet, woraufhin auch in Europa Lockdowns verhängt wurden. Im Anschluss erfasste das Virus nach und nach den größten Teil der restlichen Industrie- und Schwellenländer. Als erste globale Pandemie seit vielen Jahrzehnten wird Covid-19 häufig mit der Spanischen Grippe verglichen, die von 1918 bis 1919 wütete.

Für den Wirtschaftsausblick sind drei Dinge wichtig: (1) Dauer und wirtschaftliche Auswirkungen sukzessiver Lockdowns, (2) Ausmaß und Ausgestaltung der Stimulusmaßnahmen, die umgesetzt wurden, um die Wirtschaft während der Gesundheitskrise am Laufen zu halten, und (3) die Frage, wie schnell ein wirksamer Covid-19-Impfstoff entwickelt und weltweit verteilt werden kann.

1. Hauptleidtragende des Virus und der Lockdowns sind bislang ältere Menschen und der Dienstleistungssektor, vor allem Aktivitäten, die mit einer persönlichen Anwesenheit verbunden sind, wie Live-Unterhaltung, Restaurants, Hotels, Reisen und sogenannte körpernahe Dienstleistungen wie Kosmetikstudios. Generell hat diese Krise Länder mit älteren Bevölkerungen sowie eher dienstleistungs- als produktionsorientierte Volkswirtschaften am schwersten getroffen. Einige dieser Volkswirtschaften werden dauerhaft geschädigt bleiben - hier werden nicht alle Tätigkeiten oder Qualifikationen, die vor der Pandemie benötigt wurden, auch nach der Krise noch gefragt sein.
2. Die Maßnahmen, mit denen sich Regierungen und Zentralbanken der virusbedingten Rezession entgegengestellt haben, sind beispiellos, sowohl was ihr Ausmaß als auch das Tempo ihrer Umsetzung angeht. In seinem im Oktober 2020 veröffentlichten Fiscal Monitor beziffert der Internationale Währungsfonds (IWF) die weltweiten staatlichen Pandemihilfen auf „gigantische 12 Billionen US-Dollar.“

3. Inzwischen befinden sich viele Impfstoffe in unterschiedlichen Entwicklungs- und Erprobungsphasen. Ab dem ersten Halbjahr 2021 dürften Massenimpfungen möglich sein, auch wenn vielleicht wiederholte Impfungen erforderlich sein werden, um eine dauerhafte Immunität zu erreichen. Die Entwicklung eines wirksamen Impfstoffs ist auch eine entscheidende Voraussetzung für eine Erholung des Dienstleistungssektors überall auf der Welt. Solange es keinen Impfschutz gibt, dürften die meisten Menschen Reisen und größere Menschenansammlungen weiter meiden.

Angesichts erneuter nationaler (an Stelle lokaler) Lockdowns in großen europäischen Volkswirtschaften wie Deutschland, Frankreich, Italien, Spanien und Großbritannien sowie neuer Rekorde bei den täglichen Neuinfektionen in den USA ist eine kurzfristige Wende zum Besseren in diesen Ländern aktuell nicht in Sicht.

Das bedeutet, dass es im vierten Quartal 2020 noch einmal zu einem Rückgang des realen BIP kommen könnte, gefolgt von einer unsicheren Wachstumsentwicklung im Jahr 2021. Solange das Virus nicht unter Kontrolle ist, könnte den Volkswirtschaften auf der Nordhalbkugel ein schwaches erstes Quartal 2021 bevorstehen. Im zweiten und dritten Quartal könnte es dann - vor allem, wenn bis dahin ein Impfstoff zur Verfügung steht - zu einer relativ kräftigen Erholung kommen. Motor dieses Aufschwungs sind die Zentralbanken und Regierungen der Industrieländer mit ihren gigantischen geld- und fiskalpolitischen Hilfspaketen.

Aus diesem Grund wird der Aufschwung der Industrieländer nach überstandener Krise auch deutlich kräftiger ausfallen als die sehr schleppende Erholung im Nachgang der globalen Finanzkrise. Vor zehn Jahren mussten Banken und private Haushalte erst einmal ihre Finanzen in Ordnung bringen, also neues Kapital aufbauen oder Schulden zurückzahlen. Daher konnten sie die niedrigen Zinsen nicht nutzen, um neue Kredite aufzunehmen und mehr Geld auszugeben. Dieses Problem besteht diesmal nicht. Ganz im Gegenteil: Mit Unterstützung der Notenbanken und Aufsichtsbehörden sind die breite Geldmenge und die Kredite in den führenden Volkswirtschaften größtenteils deutlich gewachsen. Das erklärt auch die sehr positive Entwicklung an den Aktien- und Immobilienmärkten. Ein derartiges Umfeld führt fast immer zu einem starken Ausgabenwachstum - aber erst, wenn die pandemiebedingte Verunsicherung nachlässt und es auch mit der Kontaktvermeidung weitgehend vorbei ist.

In China und anderen ostasiatischen Ländern hingegen befindet sich die Wirtschaft auf einem stabilen, wenn auch unspektakulären Wachstumspfad, gestützt durch moderate Zinssenkungen und Kürzungen der Mindestreservvorgaben. Nur wenige dieser Länder haben außergewöhnliche Maßnahmen wie Anleihenkäufe (Stichwort QE) für nötig gehalten, und einige - wie China - haben sich zurückgehalten, um die Wirtschaft weiter zu entschulden.

Obwohl die asiatischen Staaten bei der Eindämmung des Virus zweifellos erfolgreicher waren als andere, stehen auch sie vor einem Problem, das sie auch 2021 noch beschäftigen dürfte: der Frage, wie sie in einem Umfeld, in dem die Exportnachfrage deutlich geringer ist als in einer typischen exportgetriebenen Erholung, einen kräftigen Aufschwung in Gang bringen sollen. Länder wie China und Japan sollten ein solides Wachstum der Binnennachfrage verzeichnen, während sich die Exporte als traditionell stärkste Säule ihrer Wirtschaft nur langsamer erholen werden.

Tabelle 1
Konsens- & Invesco-Prognosen für 2020 & 2021

(%)

Consensus Economics	2020 Estimate		Konsensprognose 2021 (Invesco-Prognose)			
	Reales BIP	Verbraucherpreis-inflation	Reales BIP		Verbraucherpreis-inflation	
US	-4,0	1,2	3,7	(3,8)	2,0	(2,2)
Eurozone	-7,5	0,3	5,3	(4,5)	0,9	(1,0)
Großbritannien	-10,1	0,9	5,7	(6,0)	1,5	(1,2)
Japan	-5,7	0,0	0,6	(2,5)	0,7	(0,2)
Kanada	-5,8	0,7	4,9	(5,0)	1,7	(2,0)
China	2,3	2,8	7,9	(7,5)	2,0	(2,0)
Indien	-9,7	5,5	10,9	(10,8)	4,4	(3,5)

Quelle: Consensus Economics. Umfragedatum: 12. Oktober 2020.

Der Ausblick für die US-Wirtschaft wird von zwei gegenläufigen Kräften bestimmt. Zum einen ist das Gesamtvolumen der geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen, mit denen die US-Notenbank (Fed) und die US-Regierung die Wirtschaft in Gang halten wollen, unseren Berechnungen zufolge größer als in anderen großen Volkswirtschaften. Die geldpolitischen Impulse lassen sich am besten anhand des Anstiegs eines breiten Geldmengenaggregats wie M2 berechnen: Dieses hat sich seit Ende Februar um 3,2 Billionen US-Dollar (+20,7%) erhöht. Das Gesamtvolumen der seit Beginn der Krise verabschiedeten Hilfsmaßnahmen der US-Regierung - Transferleistungen, Steuerstundungen und andere Liquiditätshilfen oder Garantien - beläuft sich auf 3,061 Billionen US-Dollar (oder 14,3% des BIP von 2019). An den Finanzmärkten haben diese Soforthilfen bereits eine enorme Wirkung entfaltet. Der S&P500 zum Beispiel hat seit seinem Tiefstand am 23. März ein Plus von über 55% verbucht. Die vom S&P Case-Shiller 20-City Index gemessenen Hauspreise sind seit Jahresanfang um 5,2% gestiegen.

Gleichzeitig hat die Fed signalisiert, dass der US-Leitzins bis mindestens 2023 auf seinem aktuellen Niveau von 0,1% gehalten wird. Wenn es den USA erst einmal gelungen ist, das Virus in den Griff zu bekommen, werden die gleichen Kräfte, die die Assetpreise antreiben, auch auf die Ausgaben für Güter und Dienstleistungen durchschlagen. Daher könnten die verzögerten Auswirkungen der gigantischen Liquiditätsspritzen in diesem Bereich enorm sein.

Andererseits kämpfen die USA aufgrund des Unvermögens der abgewählten Trump-Regierung, eine schlüssige nationale Strategie zur Eindämmung der Pandemie zu entwickeln, weiterhin mit sehr hohen Infektionsraten und weitreichenden Verwerfungen in wichtigen Branchen wie der Luftfahrt, dem Hotel- und Gastronomiesektor sowie vielen personenbezogenen Dienstleistungen. Aus Verunsicherung und Angst, dass sich die Lage noch weiter verschlechtern könnte, konsumieren bzw. investieren Verbraucher und Unternehmen daher auch weiterhin nur sehr zögerlich. Detaillierte statistische Daten zeigen, dass die höheren Einkommensgruppen ihre Ausgaben drastisch gekürzt haben, während die niedrigeren Einkommensgruppen, die dazu weniger Spielraum haben, sehr stark auf staatliche Transferleistungen angewiesen sind. Gleichzeitig ist ein unverhältnismäßig hoher Anteil der Erwerbstätigen in diesen Einkommensgruppen in schlecht bezahlten Dienstleistungsjobs beschäftigt und entweder zwangsbeurlaubt oder arbeitslos geworden.

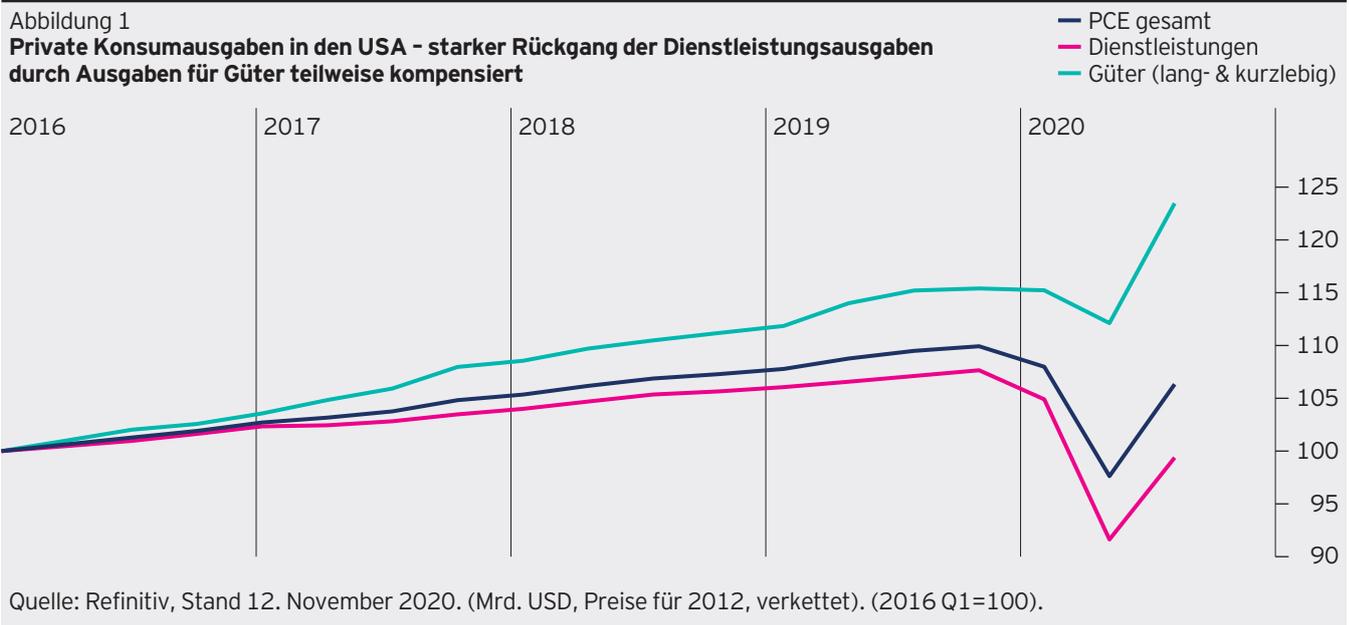
Die sehr unterschiedlichen Auswirkungen des Coronavirus auf die Ausgaben spiegeln sich deutlich in der dramatisch

veränderten Zusammensetzung der privaten Konsumausgaben der USA wider (in realen Zahlen und aus dem BIP entnommen). Insgesamt sind die Verbraucherausgaben vom vierten Quartal 2019 bis zum dritten Quartal 2020 von 13,354 Billionen US-Dollar auf 12,917 Billionen US-Dollar gesunken und die Ausgaben für Dienstleistungen von einer Jahresrate von 8,584 Billionen US-Dollar auf 7,925 Billionen US-Dollar. Im krassen Gegensatz dazu sind die Ausgaben für langlebige Gebrauchsgüter im gleichen Zeitraum von 1,811 BioBillionen US-Dollar auf 2,026 Billionen US-Dollar gestiegen und die Ausgaben für Verbrauchsgüter von 3,070 Billionen US-Dollar auf 3,140 Billionen US-Dollar.

So kurz nach den Wahlen in den USA sind Prognosen besonders schwierig. Ganz egal, was in der Politik noch passiert, scheint aber klar, dass der US-Kongress entweder noch vor Jahresende oder im Januar ein weiteres Hilfspaket verabschiedet wird. Gleichzeitig wird die Geldpolitik der Fed gleich in dreifacher Hinsicht sehr akkommodierend bleiben: Die Leitzinsen werden bei 0,1% gehalten und die Fed wird die Märkte über ihre Anleihenkäufe und andere Kreditfazilitäten weiter mit zusätzlicher Liquidität in Höhe von 120 Milliarden US-Dollar pro Monat versorgen. Außerdem will die Fed die kurzfristigen Zinsen niedrig halten, bis „Vollbeschäftigung“ erreicht ist und die Inflation auf oder über dem Zielwert von 2% liegt.¹ Unserer Ansicht nach waren die Liquiditätsspritzen in den Monaten März bis Juli so groß, dass, selbst wenn die Fed nichts weiter unternehmen sollte, zumindest bis Mitte 2021 für eine ausreichende Kaufkraft in der Wirtschaft gesorgt wäre.

Durch die Maßnahmen der Fed, der US-Regierung und der Banken stieg die Geldmenge M2 zwischen März und September mit einer bemerkenswerten Jahresrate von 33,2% und war Ende September um 24,1% höher als ein Jahr zuvor. Selbst wenn sich das Geldmengenwachstum bis März 2021 auf eine Jahresrate von 6% verlangsamen sollte, läge das M2-Wachstum im Vergleich zum Vorjahr immer noch bei 14%.

Nach dem starken realen BIP-Wachstum von 33% im Quartal von Juli bis September rechnen wir im Abschlussquartal 2020 infolge der zweiten Pandemiewelle mit einer gewissen Verlangsamung oder sogar einem Rückgang des BIP. Nach einem schwachen Jahresauftakt 2021 dürfte sich die Wirtschaft vom zweiten bis zum vierten Quartal dann wieder kräftig erholen. Insgesamt rechnen wir 2021 in den USA mit einem realen BIP-Wachstum von 3,8%. Unterdessen dürfte die Inflation aufgrund des früheren Ölpreisrückgangs und der anhaltenden Rückschläge bei den Dienstleistungsausgaben im Jahr 2021 mit nur 2,2% gedämpft bleiben. 2022 könnte die Inflation aber wieder anziehen.



Nach einem Rückgang um 3,8% bzw. 11,8% im ersten und zweiten Quartal 2020 hat sich das BIP der Eurozone im Quartal von Juli bis September mit einem Wachstum von 12,7% kräftig erholt und rund die Hälfte des Rückgangs in der ersten Jahreshälfte wieder wettgemacht. Zum Ende des Sommers und im Frühherbst stiegen die Coronavirus-Infektionen jedoch wieder stark an und machten strengere Beschränkungen zur Eindämmung des Virus erforderlich. Im Oktober und November verhängten die meisten Länder im Euroraum erneute regionale oder nationale Lockdowns. Im Zuge der zweiten Pandemiewelle deuten die jüngsten Wirtschaftsdaten, Umfrageergebnisse und hochfrequenten Indikatoren allesamt auf einen Rückgang der Wirtschaftsaktivität im Schlussquartal 2020 hin.

Zudem ist die wirtschaftliche Entwicklung weiterhin von Branche zu Branche sehr unterschiedlich. Im Dienstleistungssektor, der von den erneuten Beschränkungen des öffentlichen Lebens und der Mobilität am stärksten betroffen ist, lässt die Aktivität wieder nach. Bis auf Weiteres dürften die Ungewissheiten in Bezug auf die weitere Entwicklung der Pandemie die Erholung am Arbeitsmarkt und den Anstieg von Konsum und Investitionen dämpfen. Die Europäische Zentralbank (EZB) würde dazu sagen, dass die Risiken in Bezug auf den Wachstumsausblick für die Eurozone im Jahr 2021 ganz klar abwärts gerichtet sind.

Die Frage ist: Wie expansiv müssen Geld- und Fiskalpolitik sein, um das Blatt zu wenden, wenn das Virus erst einmal unter Kontrolle ist? Was müssen die EZB und die Regierungen unternehmen, um für einen positiven Ausblick zu sorgen?

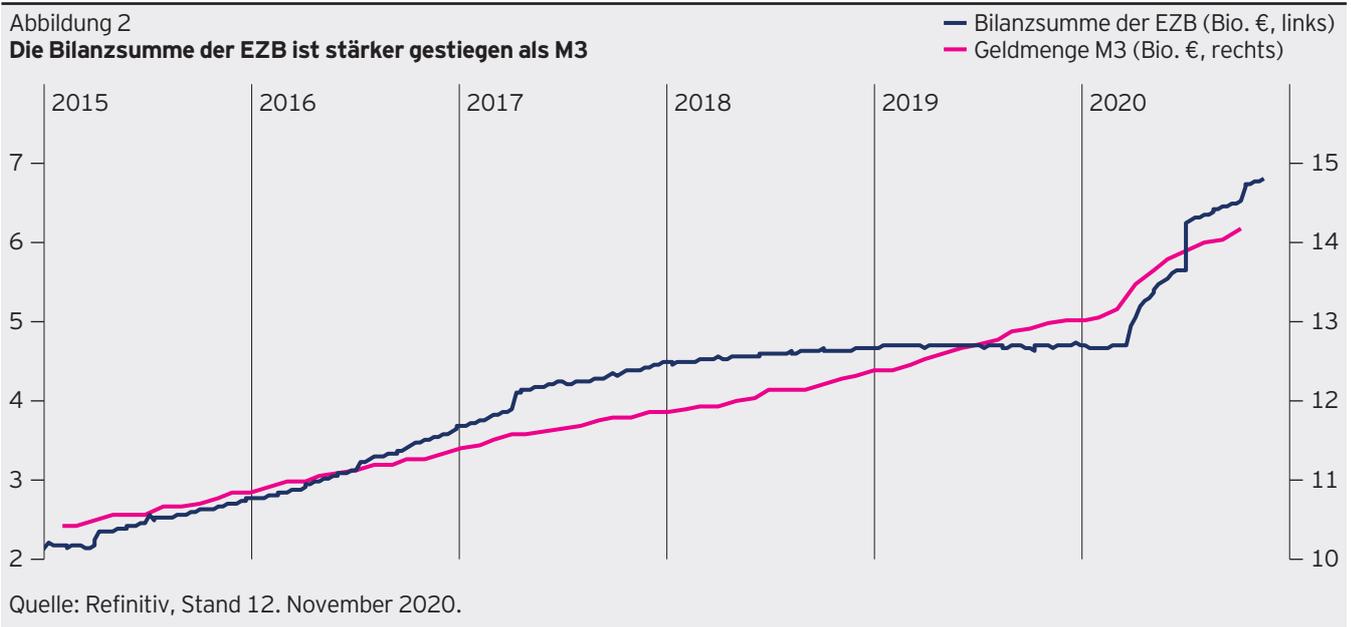
Die EZB hat ihren Hauptrefinanzierungssatz bereits auf 0% gesenkt und ihren Einlagenzinssatz auf -0,5%. Damit ist der geldpolitische Spielraum in diesem Bereich jetzt sehr

begrenzt. Im März hat die EZB aber auch ihr 750 Milliarden Euro schweres Nothilfeprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) zum Ankauf von Wertpapieren des privaten und öffentlichen Sektors (einschließlich griechischer Staatspapiere) aufgelegt. Im Juni 2020 wurde das ursprüngliche Programmvolumen um 600 Milliarden Euro auf insgesamt 1.350 Milliarden Euro aufgestockt. Am 30. Oktober hielt die EZB 627,6 Milliarden Euro im PEPP. Die Ankäufe richten sich nach dem „Kapitalschlüssel“ der EZB (dem Anteil der nationalen Notenbanken am Kapital der EZB) und sollen fortgesetzt werden, bis der Zentralbankrat die Covid-19-Krisenphase für beendet erklärt – in jedem Fall aber bis mindestens Ende Juni 2021, wobei die Erlöse aus fällig werdenden Anleihen im EZB-Bestand noch bis mindestens Ende 2022 am Kapitalmarkt reinvestiert werden sollen.

Das dritte Instrument im Werkzeugkasten der EZB sind die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs).

Im Rahmen dieses Kreditprogramms können sich die Banken zu vergünstigten Konditionen Geld von der EZB leihen, wenn sie dafür Kredite an Unternehmen oder private Haushalte vergeben (aber keine Hypotheken). Am 30. Oktober belief sich das Volumen der ausstehenden TLTROs auf 1.753 Milliarden Euro.

Durch diese Instrumente hat sich die Bilanzsumme der EZB seit Mitte März um gut 2 Billionen Euro erhöht (von 4,704 Billionen Euro auf 6,776 Billionen Euro). Enttäuschenderweise ist die breite Geldmenge M3 im Euroraum aber um weniger als 1 Billion Euro gestiegen (von 13,476 Billionen Euro auf 14,180 Billionen Euro). Gegenüber dem Niveau vor der Covid-Krise hat sich das Geldmengenwachstum demnach bis September 2020 von 5% auf 10,4% gegenüber dem Vorjahr beschleunigt (siehe Abbildung 2).



Eurozone (Fortsetzung)

Das größte Defizit des PEPP betrifft die Gegenparteien der EZB-Wertpapierkäufe. Wie bereits bei ähnlichen früheren Programmen kauft die EZB hauptsächlich Wertpapiere von Banken anstatt von Nicht-Banken und schafft damit auch nicht direkt neue Bareinlagen oder neues Geld im Bankensystem. Da der Fokus der EZB weiter darauf liegt, die Banken zu einer höheren Kreditvergabe zu bewegen, anstatt Wertpapiere von institutionellen Investoren außerhalb des Bankensektors anzukaufen, wächst die Geldmenge in der Eurozone weiter sehr viel langsamer, als es ansonsten der Fall wäre.

Selbst unter diesen schwierigen Voraussetzungen sollten die günstigen monetären Bedingungen (d.h. das M3-Wachstum) und die wachstumsförderliche Haltung der EZB und der Regulierungsbehörden die Wirtschaft der Eurozone aber weiter stärken. Diese Kräfte werden auch weiterhin schwerer wiegen als alle fiskalischen Vorstöße oder Anleihenemissionsprogramme auf EU-Ebene.

Die Gesamtinflationsrate der Eurozone ist im September von

-0,2% im August auf -0,3% gesunken, wofür die Entwicklung der Energiepreise sowie der Preise für Industriegüter und -dienstleistungen außerhalb des Energiesektors verantwortlich waren. Auf Grundlage der Ölpreisdynamik und unter Berücksichtigung der vorübergehenden Senkung der deutschen Mehrwertsteuer dürfte die Gesamtinflation bis Anfang 2021 negativ bleiben. Darüber hinaus wird der kurzfristige Preisdruck durch die schwache Nachfrage, insbesondere in der Tourismusindustrie und anderen reisebezogenen Sektoren sowie durch den geringeren Lohndruck und die Aufwertung des Euro gedämpft bleiben. Mit Unterstützung der akkommodierenden Geld- und Fiskalpolitik wird sich die Nachfrage wieder erholen, wenn die Auswirkungen der Pandemie erst einmal nachlassen. Dadurch könnte die Inflation mittelfristig wieder anziehen. Die marktbasierten Indikatoren und umfragebasierten Messgrößen der längerfristigen Inflationserwartungen sind weitgehend unverändert auf einem niedrigen Niveau.

Wir rechnen mit einem realen BIP-Wachstum von 4,5% für 2021, bei lediglich 1% Inflation.

Großbritannien

In der Covid-19-Pandemie hat Großbritannien im Vergleich zu anderen globalen Volkswirtschaften relativ schlecht abgeschnitten. Unter den Ländern mit den meisten Todesfällen liegt Großbritannien auf Platz 5, gemessen an den Todesfällen je Einwohner immer noch auf dem dreizehnten Platz. Nach einem mehrmonatigen nationalen Lockdown ab März 2020 gingen sowohl die Neuinfektionen als auch die Todesfälle in den Sommermonaten deutlich zurück. Statt auf nationale Lockdowns (mit entsprechend negativen wirtschaftlichen Folgen) setzte die Regierung ab diesem Zeitpunkt auf ein System des Testens, der Rückverfolgung und der Isolation, um das Virus auf lokaler Ebene zu bekämpfen. Leider scheiterte diese Strategie und im September wurde ein neues mehrstufiges System sozialer Beschränkungen eingeführt. Am 5. November 2020 schließlich wurde in England ein zweiter nationaler Lockdown für einen Zeitraum von 27 Tagen verhängt. Dies wird erhebliche Auswirkungen auf das reale BIP-Wachstum im vierten Quartal 2020 haben, bei einer möglichen Verlängerung des Lockdowns potenziell auch bis ins Jahr 2021 hinein.

Die geld- und fiskalpolitischen Entscheider in Großbritannien haben bemerkenswert schnell auf die pandemiebedingte Rezession reagiert und eine Reihe von Hilfspaketen geschnürt, um die Realwirtschaft am Laufen zu halten. Nachdem Ende Februar 2020 die ersten bestätigten Infektionen in Großbritannien gemeldet wurden, waren Ende März 2020 bereits entsprechende geld- und fiskalpolitische Stimulusmaßnahmen umgesetzt worden. Auf der monetären Seite beliefen sich die Kreditansprüche des privaten nichtfinanziellen Sektors aus dem Geschäftsbankensystem auf rund 60 Milliarden Pfund. Die Bank of England (BoE) beschloss im März 2020 sowie im Juni und November den Ankauf zusätzlicher britischer Staatsanleihen im Volumen von 200 Milliarden Pfund, 100 Milliarden Pfund bzw. 150 Milliarden Pfund. Auf der fiskalischen Seite wurden direkte Transferleistungen und Kredite für Unternehmen, die vom Lockdown betroffen waren, mit einer Urlaubsregelung für arbeitslos gewordene Beschäftigte kombiniert. Im November 2020 waren fast 10 Millionen Arbeitnehmer in Großbritannien zwangsbeurlaubt.

Gleichzeitig steht der Brexit weiter im Raum. In der Pandemie war der EU-Austritt zwar in den Hintergrund gerückt, die Verhandlungen zwischen Großbritannien und der EU dauern aber immer noch an. Das wahrscheinlichste Ergebnis ist weiterhin ein Minimal-Abkommen, aus dem in weiteren Verhandlungsrunden in den kommenden Jahren eine umfangreichere Handelsvereinbarung gestrickt werden müsste.

Wie wir in früheren Ausgaben unseres Markt- und Wirtschaftsausblicks bereits betont haben, dämpft die mit diesen Handelsgesprächen verbundene wirtschaftspolitische Unsicherheit die Investitionsausgaben in Großbritannien – das reale Wachstum der Investitionsausgaben hat sich seit dem Brexit-Referendum verlangsamt. Bis ein Handelsabkommen mit der EU steht, werden die Unternehmen weiter nur zögerlich investieren und das BIP-Wachstum hinter dem Trend zurückbleiben.

Wie bereits erwähnt, kam es zu Beginn der Covid-19-Pandemie im März 2020 zu einer Flucht in die Liquidität: Die Investoren trennten sich scharenweise von risikoreicheren Anlagewerten und suchten Zuflucht in sichereren, liquideren Vermögenswerten wie Barmitteln und Staatsanleihen. Das Bankensystem reagierte angemessen – sowohl die BoE als auch die Geschäftsbanken weiteten ihre Bilanzen deutlich aus. Dadurch hat sich das Wachstum der breiten Geldmenge signifikant beschleunigt. Das Wachstum der offiziellen Geldmenge M4x (die Barbestände und Einlagen von Haushalten und Nichtfinanzunternehmen umfasst) hat sich von 4,3% gegenüber dem Vorjahr im Februar 2020 auf 11,9% im September 2020 beschleunigt. Unsere Messgröße des Wachstums der breiten Geldmenge ist ähnlich gestiegen. Die im November getroffene Entscheidung des geldpolitischen Ausschusses der BoE für eine erneute Ausweitung der Anleihenkäufe wird das Geld- und Kreditwachstum im Jahr 2021 noch weiter ankurbeln.

Die Wachstumsaussichten für die britische Wirtschaft im Jahr 2021 bleiben ungewiss, was vor allem daran liegt, dass sich die weitere Entwicklung des Infektionsgeschehens nicht voraussagen lässt. Die Geldpolitik wird extrem akkommodierend bleiben. Sobald ein Impfstoff zur Verfügung steht, werden daher auch die nominalen Ausgaben wieder steigen.

Wir prognostizieren für Großbritannien im Jahr 2021 ein reales BIP-Wachstum von 6% und eine Inflation von 1,2%, wenn auch mit einer hohen Fehlermarge.

Abbildung 3

Starker Anstieg des Geld- und Kreditwachstum in Großbritannien während der Covid-19-Pandemie (Veränd. z. Vj. in %)



Quelle: Macrobond, Stand: 12. November 2020.

Japan

In Japan waren die zwei wichtigsten Ereignisse des Jahres 2020 die Auswirkungen der Coronavirus-Pandemie ab März sowie der Rücktritt von Premierminister Abe aus gesundheitlichen Gründen und die Ernennung von Kabinettssekretär Yoshihide Suga zu seinem Nachfolger am 16. September. Bei seinem Amtsantritt versicherte Suga seine Absicht, die Wirtschaftspolitik seines Vorgängers fortzuführen. Am 26. Oktober erklärte er in einer Rede vor dem Parlament, wie wichtig es sei, Covid-19 einzudämmen und zugleich das Wirtschaftswachstum zu fördern. Ohne Abes Konjunkturprogramm der „drei Pfeile“ explizit wieder aufleben zu lassen, betonte Suga seine Entschlossenheit, die japanische Wirtschaft mithilfe von Strukturreformen – dem dritten Pfeil – wiederzubeleben. Zum Beispiel will er den Arbeitsmarkt flexibilisieren und die Digitalisierung stärken (u.a. durch die Einrichtung eines neuen Ministeriums für Digitalisierung). Einen deutlich anderen Weg als die Abe-Regierung schlug er mit seinem Vorstoß ein, Japans Wirtschaft grüner zu machen. So erklärte Suga, bis 2050 die CO₂-Neutralität erreichen zu wollen. Anstatt einen großen Entwurf für die Umgestaltung der japanischen Wirtschaft vorzustellen, konzentrierte er sich in seiner Rede auf konkrete kurzfristige Zeitpläne für die Umsetzung der einzelnen Elemente seines Plans.

In der Geld- und Fiskalpolitik sprach sich Suga dafür aus, die Geldpolitik des Gouverneurs der Bank of Japan (BoJ), Haruhiko Kuroda, beizubehalten, und setzte die von seinem Vorgänger begonnene Reihe von Nachtragshaushalten zur Bewältigung der Covid-19-Krise fort.

Unter ihrem von Abe ernannten Gouverneur und seiner Politik des „Quantitative and Qualitative Easing“ (QQE) hat die BoJ ihre Bilanz auf mehr als 120% des BIP aufgebläht. Trotzdem hat die Bank ihr Inflationsziel – eine Kerninflationsrate (ohne frische Lebensmittel) von 2% – durchweg verfehlt. Den Hauptgrund dafür sehen wir darin, dass das durchschnittliche Wachstum der Geldmenge (M2) in den ersten sieben Jahren der Amtszeit von Kuroda (März 2013 bis März 2020) nur 3,3% pro Jahr betrug, während unseren.

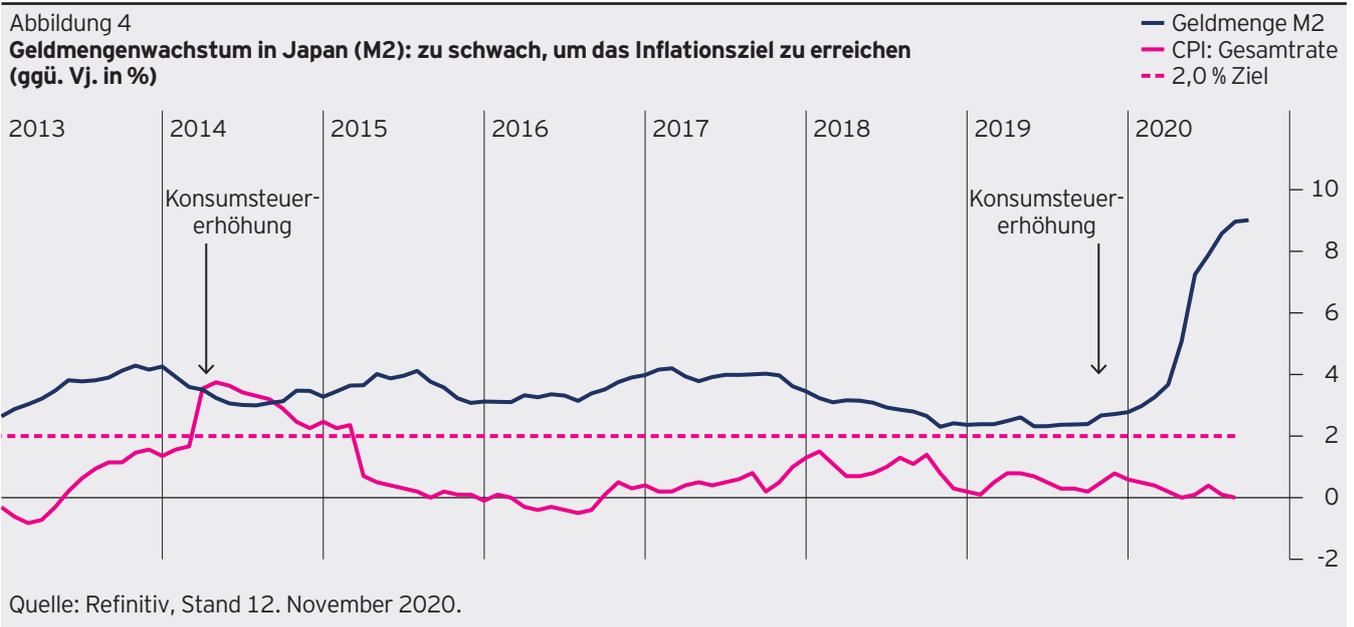
Berechnungen zufolge ein Geldmengenwachstum von 6% pro Jahr nötig gewesen wäre, um das Inflationsziel von 2% zu erreichen.

Dieses schwache Geldmengenwachstum wiederum war darauf zurückzuführen, dass die BoJ die im Rahmen ihres QQE-Programms angekauften Wertpapiere – genau wie die EZB – von Banken und nicht von Nicht-Banken gekauft hat.

Seit März hat es allerdings zwei bedeutende Veränderungen – bei der BoJ und bei den Banken – gegeben, durch die sich das Blatt rasch wenden könnte. Erstens hat die BoJ ihre Direktkredite an Banken von Februar bis Oktober von 49 Billionen Yen auf 108 Billionen Yen verdoppelt. Zweitens haben die Unternehmen im März, April und Mai in großem Stil Kreditlinien von den Geschäftsbanken abgerufen, sodass die Bilanzsumme der japanischen Banken um 20-30 Billionen Yen pro Monat gestiegen ist (190-285 Milliarden US-Dollar). Dadurch hat sich das Wachstum der Geldmenge M2 erst einmal deutlich beschleunigt: von 3,3% gegenüber dem Vorjahr im März auf 9% im Oktober.

Was die Fiskalpolitik angeht, hat Wirtschaftsminister Nishimura am 10. November angekündigt, dem Parlament bis Jahresende einen neuen Nachtragshaushalt vorzulegen, dessen Fokus auf Investitionen in eine „grüne“ Gesellschaft liegen soll. Die Höhe des Nachtragshaushalts ist noch nicht entschieden, aber Vertreter der Regierungspartei haben 10 bis 30 Billionen Yen (95-286 Milliarden US-Dollar) an zusätzlichen Ausgaben gefordert. Diese kämen zu den 2,2 Billionen US-Dollar hinzu, die bereits im Rahmen von zwei „Stimuluspaketen“ im Frühjahr bereitgestellt wurden. Zusammen mit früheren Haushaltsausgaben, Stundungen von Steuerzahlungen und Sozialversicherungsbeiträgen sowie anderen Kreditlinien und Garantien werden Japans Hilfsmaßnahmen für die Wirtschaft zu einem gesamtstaatlichen Defizit führen, dass nach Berechnungen des IWF im Jahr 2020 14,2% des BIP betragen wird.

Nach der vorübergehenden Ankurbelung des Geldmengenwachstums und der massiven fiskalischen Stimulusmaßnahmen rechnen wir im Jahr 2021 mit einem realen BIP-Wachstum von 2,5%, wobei die Inflation mit 0,2% sehr niedrig bleiben dürfte.



Schwellenländer

In den Schwellenländern ist das Wachstum auf dem Höhepunkt der Covid-19-Pandemie weniger stark eingebrochen als in den Industrieländern. Der „EM Growth Tracker“ des Institute for International Finance (IIF), eine zeitnahe Schätzung des Wachstums, signalisiert, dass das Wachstum im Mai 2020 auf eine Jahresrate von -2,4% gesunken ist. Die Schwellenländer haben eine relativ robuste Erholung verzeichnet. Die Region hat bereits ab Juli 2020 wieder positive Wachstumsraten verzeichnet und gemäß neuesten Daten im August 2020 ein Wachstum von über 5% pro Jahr erreicht. Am stärksten war der Rückgang der Wirtschaftsaktivität in der Region EMEA, am geringsten in Asien (angeführt von China).

Die Kapitalströme aus dem Ausland (sowohl in Aktien als auch Anleihen) haben sich seit dem drastischen Ausverkauf im März 2020 wieder erholt. Ende März hatten ausländische Investoren rund 2 Milliarden US-Dollar pro Tag aus den Aktienmärkten der Region und rund 800 Millionen US-Dollar pro Tag aus den Anleihemärkten abgezogen. Das Anlegervertrauen nahm wieder deutlich zu, als die Notenbanken begannen, den Forderungen nachzukommen, sicherere und liquidere Wertpapiere zu halten, und so den Weg für eine Erholung der ausländischen Kapitalzuflüsse in die Schwellenmärkte ebneten. Generell haben sich die Kapitalströme aus dem Ausland in den Ländern, die Covid-19 besser in den Griff bekommen haben, auch schneller und deutlicher erholt. China und Südkorea haben hohe Zuflüsse verzeichnet. In China (das den USA im Erholungsprozess praktisch ein Quartal voraus ist) ist das Wachstum wieder auf den Trendpfad von rund 5%-6% pro Jahr eingeschwenkt. Unser Index der chinesischen Wirtschaftsaktivität signalisierte für September ein Wachstum von 1,2% im Vergleich zum Vorjahr und bewegt sich deutlich in Richtung Trendwachstum.

Das Geld - und Kreditwachstum (angeführt von der Kreditvergabe der Geschäftsbanken) hat sich 2020 nur leicht beschleunigt, von rund 8,5% pro Jahr auf 10,5% pro Jahr im September 2020. Daher wird China auch keinen kreditgetriebenen Aufschwung wie 2016 - 2017 erleben, sondern gemächlicher - vermutlich in der zweiten Jahreshälfte 2021 - zum Trendwachstum zurückkehren.

Im Jahresverlauf 2020 haben die Schwellenländerwährungen unterschiedlich stark abgewertet. Im Schnitt betrug der Wertverlust gegenüber dem US-Dollar rund 10%. Auch dies ist Ausdruck einer Flucht in die Liquidität, da die Investoren aus risikoreichen Schwellenländeranlagen in sicherere, liquidere Vermögenswerte umschichteten. Die Fed reagierte entsprechend und flutete den Markt mit US-Dollar. Seit März 2020 hat die Fed die breite Geldmenge in den USA um über 3 Billionen US-Dollar gestärkt und 14 Zentralbanken Dollar-Swaplinien bereitgestellt. Im Zuge der Abwertung des US-Dollars werden die Schwellenländerwährungen mittelfristig tendenziell erstarren (mit einigen wenigen Ausnahmen wie der türkischen Lira und dem argentinischen Peso, wo das Geld - und Kreditwachstum einmal mehr extrem hoch ist).

Ausgehend von einer Abschwächung des US-Dollars und weiteren Fortschritten an der Impffront ist unser Ausblick für die Schwellenländer für 2021 daher relativ optimistisch.



Rohstoffe

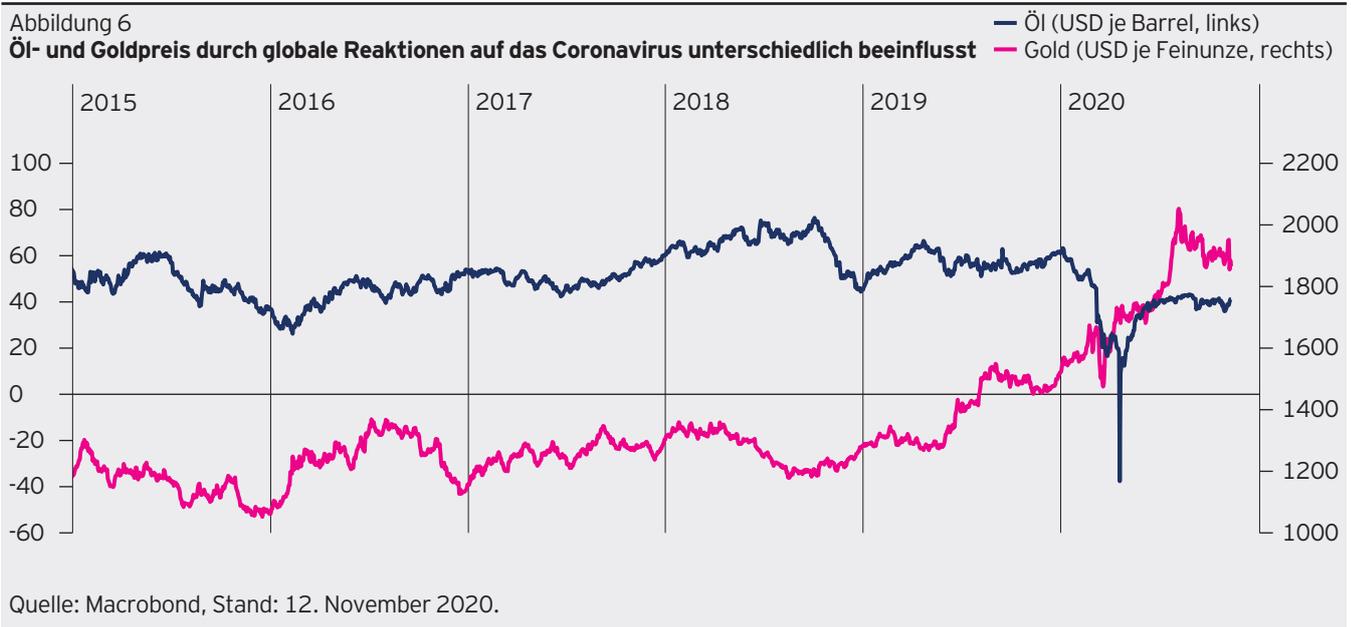
In vielen Volkswirtschaften weltweit ist das Geld- und Kreditwachstum geradezu explodiert. Das gilt auch für die vier großen Volkswirtschaften, die wir beobachten, und für China. Damit haben wir aktuell eine ganz andere Situation als im letzten Konjunkturzyklus (von 2009 bis 2019), als die Wachstumsraten gegenüber dem Vorjahr in der Regel bei 0% bis 5% lagen. Während der Erholung nach der globalen Finanzkrise führte das fehlende Geldmengenwachstum zu einem insgesamt nur mäßigen Anstieg der Rohstoffpreise. Auf mittlere Sicht sollte sich diese Situation in der aktuellen Erholung umkehren.

Die beispiellosen geldpolitischen Stimulusmaßnahmen haben die Liquiditätsbestände enorm gestärkt. Dadurch haben sich die Assetpreise insgesamt kräftig erholt und die Rohstoffe haben an dieser Rally partizipiert. Seit seinem Tiefpunkt am 24. April 2020 ist der S&P GSCI Commodity Total Return Index um gut 40% gestiegen, da überschüssige Liquidität in Risikoanlagen geflossen ist und sichere, liquide Vermögenswerte weniger gefragt waren. Bestimmte Rohstoffe, vor allem Holz, erlebten im Jahr 2020 einen massiven Preisanstieg - die Holzpreise haben sich seit ihrem Tiefstand am 2. April 2020 mehr als verdoppelt.

Für den Ölmarkt war 2020 ein turbulentes Jahr. Zum Jahresauftakt 2020 begann der Ölpreis zu sinken, was vor allem auf Sorgen über eine mögliche Rezession und die Entwicklungen an der Handelsfront sowie auf das durch die LNG-Produktion in den USA bedingte Überangebot zurückzuführen war. Die wohl größten Auswirkungen hat die Covid-19-Pandemie auf die Verbraucherausgaben und die Gesamtnachfrage, auf die der Ölmarkt sehr empfindlich reagiert. Daher brach der Ölpreis auch ein, als sich abzeichnete, dass sich Covid-19 weltweit ausbreiten würde.

Am 20. April geschah dann das Unglaubliche: Aufgrund der logistischen Beschränkungen der Lagerung großer Ölvorräte und einer stark gedämpften Nachfrage drehten die Öl-Futurekontrakte ins Negative und notierten zeitweilig mit -38 US-Dollar/Barrel (siehe Abbildung 6).

Der Ausblick für Gold sollte in zwei Phasen deutlich werden (gemäß dem Übertragungsmechanismus und dem Konjunkturzyklus): In der ersten Phase sollten die langfristigen Nominalzinsen stetig zu steigen beginnen, was zu höheren realen Renditen führen sollte, wenn sich die Weltwirtschaft erst einmal vom gegenwärtigen deflationären Umfeld befreit. In dieser ersten Phase dürfte Gold unterdurchschnittlich abschneiden, aber nicht notwendigerweise einen absoluten Wertverlust verzeichnen. In der zweiten Phase werden die Inflationserwartungen aufgrund des außergewöhnlich starken Geld- und Kreditwachstums schneller steigen als die nominalen Anleiherenditen. Diese inflationäre Episode wird vermutlich 2022 beginnen (in Abhängigkeit von einer Lösung der Covid-19-Pandemie), wenn die Investoren ihre Liquiditätsbestände wieder auf ein normales Niveau zurückführen. In dieser zweiten Phase könnte Gold eine deutliche Outperformance verzeichnen.



Fazit

Nachdem das Jahr 2020 ganz im Zeichen der Pandemie, der Lockdowns und der gigantischen Rettungsprogramme der Notenbanken und Regierungen zur Stärkung der Wirtschaft stand, dürften die entscheidenden Fragen mit Blick auf das Jahr 2021 lauten, wie schnell wirksame Impfstoffe verteilt werden können und welche Folgewirkungen die diesjährigen Stimulusmaßnahmen haben.

2020 hatten die Regierungen nur begrenzte Instrumente zur Verfügung, um zu versuchen, das Virus einzudämmen: zum Beispiel unterschiedliche Formen von Kontaktbeschränkungen, Lockdowns oder die Anordnung, von zu Hause aus zu arbeiten, sowie strenge Beschränkungen für eine ganze Reihe von wirtschaftlichen Aktivitäten - insbesondere für Dienstleistungen wie Reisen, Bewirtung und jene Aktivitäten, die eine große Zahl von Menschen in unmittelbarer Nähe zusammenführen, wie Theater, Live-Konzerte und Sportveranstaltungen in Stadien. Dass diese Maßnahmen verheerende wirtschaftliche Folgen hatten, ist kaum verwunderlich. Sie verursachten den größten je verzeichneten Einbruch der Wirtschaftsaktivität. Für 2021 erwarten wir, dass der Fokus der Bemühungen um eine Erholung stark betroffener Sektoren stärker auf der Entwicklung und Verteilung wirksamer Impfstoffe liegen wird. Da die Verteilung einer ausreichenden Menge an Impfdosen den größten Teil des ersten Halbjahres 2021 in Anspruch nehmen dürfte, rechnen wir auch erst in der zweiten Jahreshälfte mit einer Rückkehr zu einer gewissen Form von Normalität.

Sobald sich diese Normalisierung durchsetzt und die Verbraucher und Dienstleistungsunternehmen wieder Vertrauen fassen, dürfte sich auch das wirtschaftliche Umfeld deutlich aufhellen - ganz anders als im Nachgang der globalen Finanzkrise, als die Erholung lange Zeit überhaupt nicht richtig in Gang kam. Die in diesem Jahr umgesetzten geld- und fiskalpolitischen Hilfsprogramme sind beispiellos. Bislang haben sie aber nur zu einer enormen und für viele überraschenden Erholung der globalen Aktienmärkte geführt. In der zweiten Jahreshälfte 2021 dürfte die nächste Phase des Übertragungsprozesses folgen - wenn die privaten Haushalte und Unternehmen damit beginnen, die 2020 angehäuften Überschussliquidität auszugeben. Das bedeutet, dass sich der private Konsum, die Investitionen und die Beschäftigung voraussichtlich sehr viel schneller erholen werden als nach einer typischen Rezession, und so für einen überraschend kräftigen Aufschwung sorgen dürften.

Theoretisch sollte es auch noch eine dritte Phase im Übertragungsprozess geben: die Auswirkungen auf die Verbraucherpreisinflation. Diese dürften aber frühestens 2022 zum Tragen kommen. Möglicherweise wird dieser Effekt aber auch erst mit Verzögerung zum Tragen kommen, falls die Verbraucher und Unternehmen vorsichtig bleiben und angesichts wiederholter Infektionswellen lieber höhere Barbestände halten sollten, oder die Zentralbanken und Regierungen versuchen sollten, die Auswirkungen der Stimulusmaßnahmen des Jahres 2020 zu begrenzen oder zurückzunehmen. Aktuell ziehen wir es daher vor, hinsichtlich der möglichen Inflationsentwicklung nicht allzu dogmatisch zu sein, und stellen nur fest, dass es ohne ein gewisses Maß an Zurückhaltung Inflationsrisiken gibt, die Investoren im Blick behalten sollten.

John Greenwood
Chefökonom

Adam Burton
Senior Economist

November 2020

¹ "Der Ausschuss hat entschieden, die Zielspanne für die Federal Funds Rate bei 0% bis 0,25% zu belassen, und geht davon aus, dass diese Zielspanne solange angemessen sein wird, bis die Lage am Arbeitsmarkt der Definition von Vollbeschäftigung des Ausschusses entspricht und die Inflation auf 2% angestiegen ist und auf Kurs ist, für längere Zeit leicht über 2% zu liegen." FOMC-Erklärung, 5. November 2020.

Wichtige Informationen

Dieses Marketingdokument richtet sich ausschließlich an professionelle Anleger und Finanzberater in Deutschland und Österreich sowie an qualifizierte Investoren in der Schweiz. Eine Weitergabe an Privatkunden ist untersagt.

Dieses Marketingdokument stellt keine Empfehlung dar, eine bestimmte Anlageklasse, Finanzinstrument oder Strategie, zu kaufen oder verkaufen. Das Dokument unterliegt nicht den regulatorischen Anforderungen, welche die Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen/Anlagestrategieempfehlungen sowie das Verbot des Handels vor der Veröffentlichung der Anlageempfehlung/Anlagestrategieempfehlung vorschreiben. Diese Information dient ausschließlich der Veranschaulichung und ist keine Empfehlung zum Kauf, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten.

Der Wert einer Anlage und die Erträge hieraus können sowohl steigen als auch fallen und es ist möglich, dass Anleger den ursprünglich angelegten Betrag nicht zurückerhalten.

Die von John Greenwood geäußerten Prognosen und Meinungen sind subjektive Einschätzungen und Annahmen. Diese können sich jederzeit und ohne vorherige Ankündigung ändern. Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass die Prognosen wie vorhergesagt eintreten werden.

Quelle: Invesco, Stand: 12. November 2020, sofern nicht anders angegeben.

Herausgegeben in Deutschland von Invesco Asset Management Deutschland GmbH, An der Welle 5, 60322 Frankfurt am Main, Deutschland.

Herausgegeben in Österreich von Invesco Asset Management Österreich - Zweigniederlassung der Invesco Asset Management Deutschland GmbH, Rotenturmstraße 16-18, 1010 Wien, Österreich.

Herausgegeben in der Schweiz von Invesco Asset Management (Schweiz) AG, Talacker 34, 8001 Zürich, Schweiz.

EMEA9829/241120