

Märkte und Trends 2021

Mit der Nanny durch die Krise



A stylized illustration of a woman with long, wavy brown hair, smiling. She is wearing a blue sleeveless dress, a necklace, and a bracelet. The background is a light blue with faint, abstract shapes.

Dr. Gertrud R. Traud

Chefvolkswirtin/Leitung Research

Editorial

Gerade in unsicheren Zeiten erhält die Frage „Wer führt uns in die Zukunft?“ einen besonderen Stellenwert. Und dass vieles unklar ist, lässt sich nicht nur an Wirtschaftsindikatoren ablesen.

Im Jahr 2020 wurde „lost“ zum Jugendwort des Jahres gekürt – im Sinne von nicht nur ahnungslos, sondern nicht mehr verstehend, was gerade passiert.

Geht es Ihnen auch so wie den Jugendlichen? Die aktuelle Situation zählt vermutlich zu den schwierigsten, die wir je erlebt haben. Diese Krise ist noch nicht gemeistert und wir wissen auch nicht, wann wir sie meistern werden.

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

wir wissen nicht, wie die Zukunft aussieht, aber wir können Szenarien entwerfen und diesen Wahrscheinlichkeiten beimesen. Für das Jahr 2021 stellen wir die simple und zugleich hochkomplexe Frage: Wer führt uns in die Zukunft? Ist es eine Nanny, ein Poltergeist oder ein Avatar?

Die Covid-19-Pandemie hat die Welt verändert. Zum **Schutz** der Gesundheit wurden Maßnahmen eingeführt, die sich vorher kaum jemand vorstellen konnte: Ausgangssperren, Maskenpflicht, Kontaktbeschränkungen, Alkohol-, Beherbergungs- und Versammlungsverbote sowie vieles mehr – also **Eingriffe in die persönlichen Rechte und Freiheiten**.

„Der größte Feind des Wissens ist nicht Ignoranz, sondern die Illusion, wissend zu sein.“

Stephen Hawking (1942–2018)

Zur Stabilisierung der Wirtschaft haben die Staaten jedoch auch zahlreiche **fürsorgliche Maßnahmen** für Unternehmen und Arbeitnehmer ergriffen: z. B. die Ausweitung des Kurzarbeitergeldes, Steuersenkungen und -erleichterungen, Soforthilfen, Überbrückungskredite sowie Bürgschaften. Die historischen Interventionen von Regierungen und Notenbanken haben die Nachfrage und die Finanzmärkte stabilisiert, eine tiefe Rezession war aber nicht zu vermeiden.

Große Unterschiede zwischen den Ländern

Die Auswahl der Maßnahmen zwischen den einzelnen Ländern variiert stark. Manche verfolgen eine extreme Einschränkung und Kontrolle des öffentlichen Lebens für einen längeren Zeitraum, während andere eher kürzere und selektive Lockdowns bevor-

zugen, dieses Instrument jedoch öfter einsetzen. Schweden geht den Weg geringer Einschränkungen und arbeitet mit Empfehlungen, wobei die Eigenverantwortung im Mittelpunkt steht. Expliziter Schutz gilt lediglich denjenigen, für die das Virus besonders gefährlich ist. Finanzielle und geldpolitische Unterstützung werden in jedem Land großzügig gewährt.

Nanny gefragt

Die einzelnen Staaten wollen also das Verhalten ihrer Bürger lenken und gleichzeitig mit unterstützenden Maßnahmen zur Seite stehen. Diese Strategie wird üblicherweise als erzieherische Arbeit bezeichnet.

Grundsätzlich gibt es unterschiedliche Bereiche, in denen **Erziehung** durch verschiedene Verantwortliche stattfindet. Angefangen vom Elternhaus über Bildungseinrichtungen, Seelsorge, Sozialarbeit und vielem mehr. Daneben gibt es noch die Kinderfrau, das Kindermädchen oder die Gouvernante, die sich viele Familien im strengen Lockdown gewünscht hätten. Für diese Art der Kinderbetreuung hat sich aus dem Angelsächsischen der Begriff der **Nanny** etabliert, also eine möglichst gut qualifizierte Person, die sich zur Aufgabe gemacht hat, mit großer Fürsorge ein Kind auf ein selbstbestimmtes Leben vorzubereiten.

In der Musical-Welt hat dieses Thema mit „Mary Poppins“ große Erfolge eingespielt, wobei ihre Erziehungsmethoden sehr speziell waren. Mit ihren magischen Fähigkeiten und ihrer

konstruktiven Grundhaltung schaffte sie es, auch in vermeintlich aussichtslosen Situationen Lösungen zu finden.

„Wenn die Welt kopfunter hängt, ist es die beste Idee, sich einfach mit ihr umzudrehen.“

Mary Poppins

Offensichtlich wäre derzeit auch in der Erwachsenenwelt eine Nanny wünschenswert, die uns durch die Krise führt. Doch was sind hier die richtigen Maßnahmen und zu welcher Zeit?

Unterschiedliche Erziehungsstile

In der Wissenschaft gibt es nicht die eine Erziehungsmethode. Die diversen Ansätze unterscheiden sich darin, welche Zielsetzungen und Normen zugrunde liegen. Entscheidend für den Erziehungsstil ist jedoch die **Einstellung des Erziehenden**. Allerdings wird die Erziehung auch von der jeweiligen Kultur geprägt, sodass sich diese zwischen den Ländern unterscheidet und über die Zeit verändern kann.

Erziehungselemente können anhand zahlreicher Merkmale kategorisiert werden, angefangen von Fürsorge über Unterstützung, Einschränkung, Kontrolle bis hin zur Überbehütung. Letzteres stellt eben-

so eine Gefahr dar wie die Vernachlässigung von Schutzbefohlenen. Dies gilt auch für Volkswirtschaften: Sowohl ein Laissez-faire als auch die umfassende **staatliche Bevormundung** bleiben nicht folgenlos, wobei der zweite Ansatz seit einiger Zeit immer mehr an Beliebtheit gewinnt.

Risiken der Überbehütung

Die kräftige Ausweitung der staatlichen Eingriffe in das Wirtschaftsgeschehen mag kurzfristig angemessen sein. Sie birgt aber mittel- bis langfristige Risiken, nicht nur für die Freiheit des Einzelnen, sondern auch für die ökonomische Dynamik. Angesichts des demografischen Wandels sind ein großer und moderner Kapitalstock sowie eine hohe Arbeitsproduktivität wichtig, gerade in Deutschland. Wie sich welche Partei im Bundestagswahlkampf 2021 diesbezüglich positioniert, sollte deshalb aufmerksam beobachtet werden. Wer ist bereit, das langfristige Wohl des Schützlings über kurzfristige politische Vorteile zu stellen?

In der Handels- und Wettbewerbspolitik scheint es derzeit so, als nähme die Gouvernante vielerorts chinesische Gesichtszüge an. In **China** wird der bisher erfolgreiche Umgang mit der Pandemie als neuerlicher Beweis der Überlegenheit des eigenen Systems interpretiert. Kritik

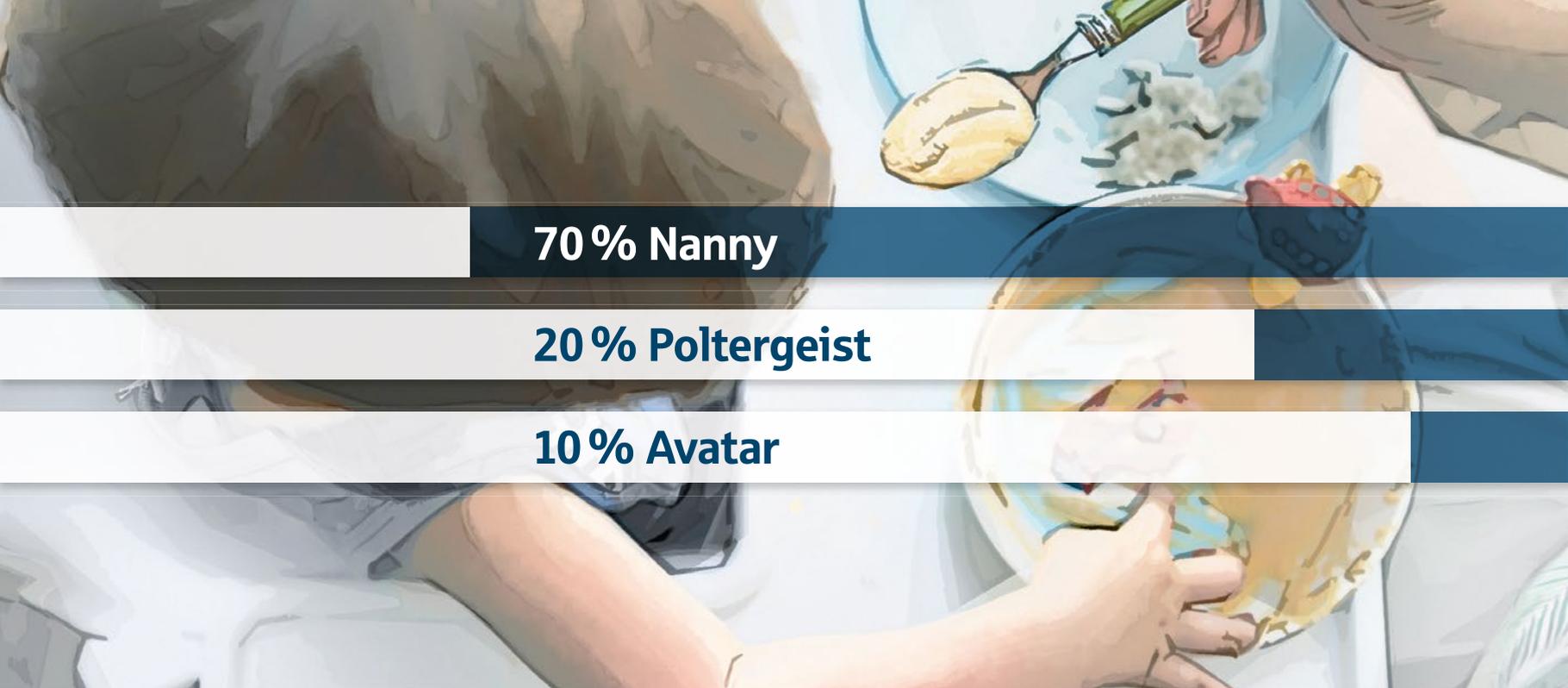
aus dem Ausland verbucht man immer mehr als Neid derer, die nicht von der weisen Führung der Kommunistischen Partei profitieren. Auch westliche Politiker tendieren vermehrt dazu, den chinesischen Erziehungsstil gutzuheißen.

Grundprinzip einer guten Erziehung sollte es sein, den Zögling auf ein selbstbestimmtes Leben vorzubereiten.

Damit der Zögling irgendwann auf eigenen Beinen stehen kann, ist eine optimale Mischung aus Fürsorge und Unterstützung auf der einen Seite sowie Kontrolle, Verboten und Einschränkungen auf der anderen Seite notwendig. Solche Elemente sind glücklicherweise zumindest in manchen Konjunkturprogrammen zu finden.

Negatives Alternativszenario: Poltergeist

In unserem negativen Alternativszenario verstärkt sich die Unsicherheit noch einmal. Gerade die Dinge, die wir nicht sehen, machen hier Angst. Der Poltergeist verkörpert dieses Phänomen. Obwohl gestellos, schikaniert er Häuser und deren Bewohner. So wird die Weltwirtschaft weiter von dem fast unsichtbaren Virus gequält, sollte kein Impfstoff gefunden



70% Nanny

20% Poltergeist

10% Avatar

werden. Aber auch andere Unruhestifter könnten die Verunsicherung erhöhen: z. B. Protektionismus und Nationalismus. Allein die **Angst** vor diesen Geistern kann die Weltwirtschaft zurück in eine Rezession führen.

Positives Alternativszenario: Avatar

Nicht alles, was sich gerade verändert, ist schlecht. Die **Digitalisierung** eröffnet Möglichkeiten, die für viele noch unvorstellbar klingen. Die neue, aus heutiger Sicht künstliche Welt kann nicht nur medizinischen Fortschritt und Arbeiterleichterungen, sondern auch ein nachhaltiges

und produktives Wirtschaften ermöglichen. Der Avatar symbolisiert den erfolgreichen Strukturwandel, neue Erkenntnisse und deren Umsetzung. In diesem Szenario erholt sich die Weltwirtschaft sehr schnell von der Krise. Innovationen treiben den Fortschritt und das Wachstum sowie die Aktienmärkte deutlich an.

Wir wissen nicht viel, aber wir können jeden Tag etwas lernen – wenn wir es zulassen.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen ein gesundes und erfolgreiches Jahr 2021.

Ihre



Chefvolkswirtin/Leitung Research



helaba.com/de/research

Besuchen Sie unsere Website und entdecken Sie dort zusätzliche Inhalte, Videos und Podcasts.

Inhalt

Editorial

Seite 2

1 Hauptszenario Nanny (70%)

Seite 8

Zinsen und Renten

- Die Macht am Main 14

Covered Bonds

- Qualität trägt 16

Credits

- Neue Normalität 17

Aktien

- Auf Unterstützung angewiesen 18

Gold

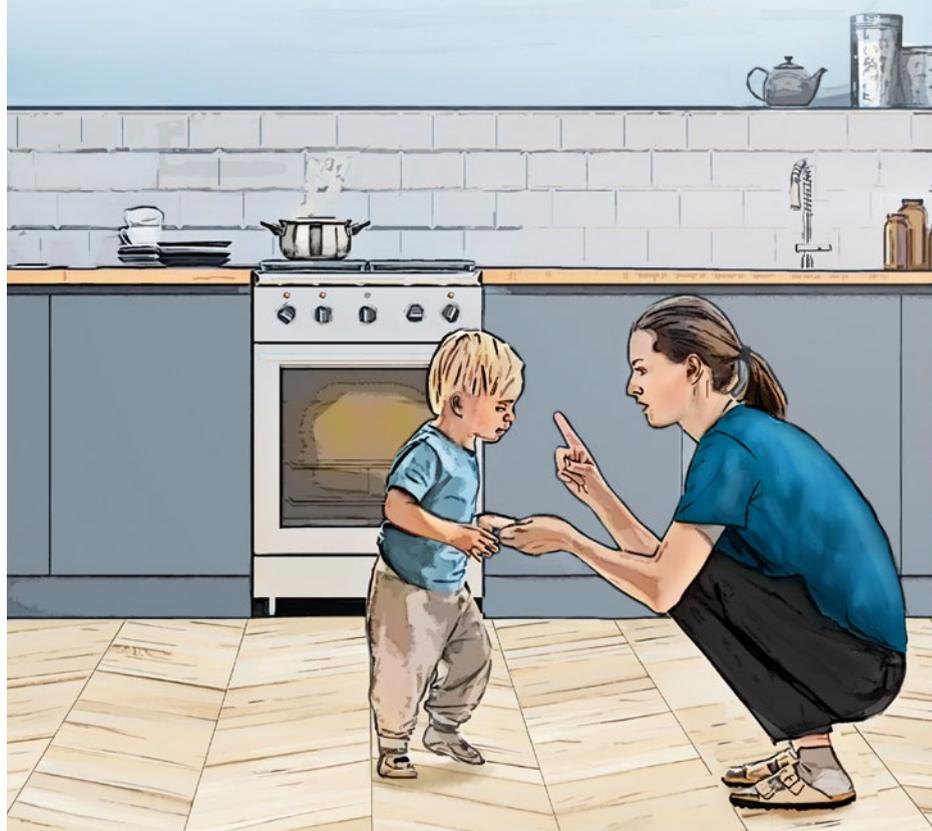
- Politisch behütet 20

Immobilien

- Nicht völlig immun 22

Devisen

- Dollar-Rutsch setzt sich fort 24



2 Länder und Regionen im Hauptszenario

Seite 26

Europäische Union

- Die nächste Generation 27

Deutschland

- Gestärkt aus der Krise 28
- Hessen, Thüringen, Nordrhein-Westfalen und Brandenburg: Mensch ärgere dich nicht! 31

Frankreich

- Verunsicherungen 33

Italien

- Hilfe aus Brüssel 34

Spanien

- Keine gemeinsame Strategie 35

Schweden

- Auf eigene Faust 37

Polen, Tschechien, Ungarn

- Vorschriften – nein danke! 38

Großbritannien

- Befreiung von der EU-Nanny 40

USA

- Uncle Sam wird's schon richten 42

Japan

- Immense Staatsverschuldung 44

China

- Krisengewinnler 45

Russland

- Entwicklungsprojekte verschoben 46

Brasilien

- Wahlgeschenke zu erwarten 47

3 Negativszenario Poltergeist (20 %)

Seite 48

4 Positivszenario Avatar (10 %)

Seite 51

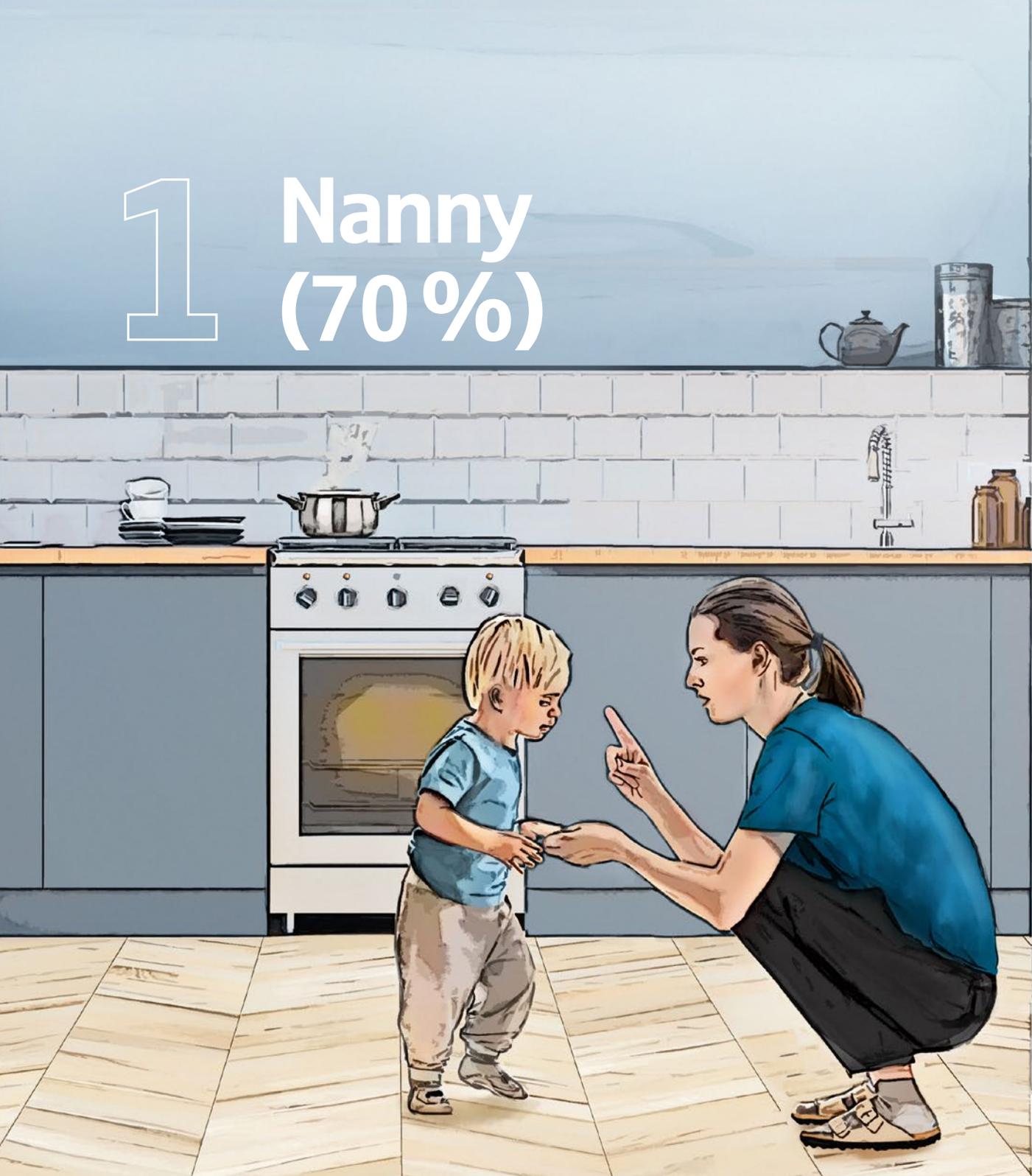


- Prognosetabellen im Hauptszenario 54
- Adressverzeichnis 56
- Impressum 58

Redaktionsschluss: 5. November 2020

1

Nanny
(70%)



Hauptszenario

Mit der Nanny durch die Krise (70 %)

Im Zuge der Corona-Krise haben die Staaten weltweit versucht, mit diversen Maßnahmen das Verhalten ihrer Bürger zu lenken und ihnen gleichzeitig unterstützend zur Seite zu stehen. Das ist das, was man üblicherweise unter Erziehung versteht. Auch 2021 wird die Nanny noch aktiv sein. Wir geben diesem Szenario eine Wahrscheinlichkeit von 70 %.

Gerade als die Weltwirtschaft begann, sich vom 2018 und 2019 eskalierenden Handelsstreit zu erholen, kam die Covid-19-Pandemie. Infolge dieses massiven Schocks schrumpfte die Weltwirtschaft 2020 so deutlich wie noch nie seit dem Ende des Zweiten Weltkriegs. Trotz einer regional unterschiedlich ausgeprägten „zweiten Welle“ hat die ökonomische **Erholung weltweit** eingesetzt. Sie sollte im Jahr 2021 zu kräftigen Zuwachsraten beim Output führen. Deutschland wird wohl mit 5 % das höchste Wachstum seit Anfang der 1990er Jahre verzeichnen. Allerdings dürfte die Entwicklung über den Durchschnitt der zwei Jahre hinweg wie in den meisten Ländern ziemlich mau ausfallen.

In der sehr kurzen, aber heftigen Kontraktion haben die Regierungen und Notenbanken mit **historischen Interventionen** die Finanzmärkte und die Nachfrage stabilisiert. Die Unsicherheit hat etwas abgenommen. Geld- und Fiskalpolitik helfen auch in der Erholung 2020/2021, die Folgen des Schocks wie Firmenpleiten und Arbeitslosigkeit abzumildern. In diesem Hauptszenario wird unterstellt, dass es nicht zu einer Neuauflage der landesweiten wochenlangen und vollständigen Lockdowns kommt und im ersten Halbjahr 2021 ein Impfstoff gefunden wird. Wie 2020 werden die Qualität der Gesundheitssysteme und allgemein der Umgang mit der Pandemie durch Politik und Gesellschaft darüber entscheiden, welches Land ökonomisch schlechter abschneidet – und welches besser.

Nanny auf dem Vormarsch

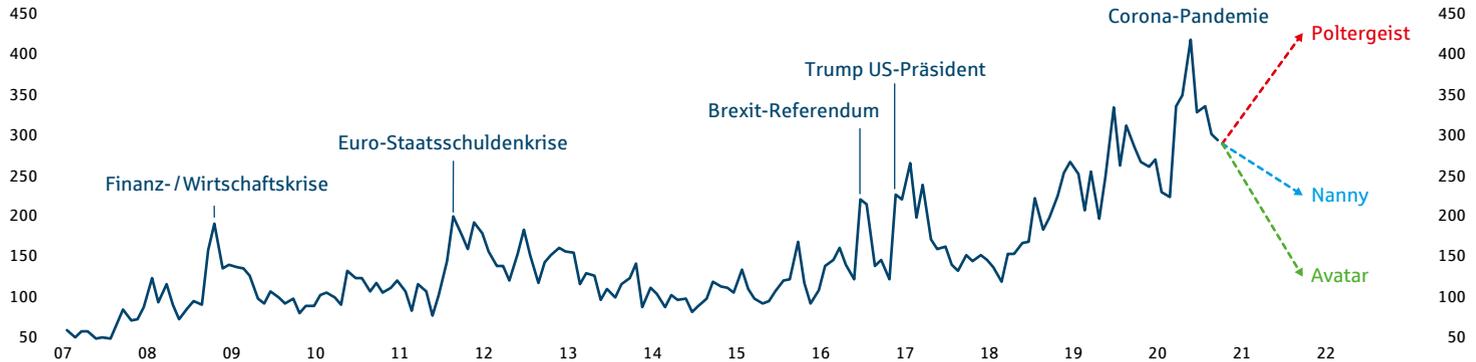
Deutschland ist in der Krise bislang besser gefahren als viele seiner Nachbarn. Das exportabhängige Land ist aber darauf angewiesen, wie es künftig um die **Prinzipien der internationalen Arbeitsteilung** und des **freien Wettbewerbs** bestellt sein wird. Beide sind derzeit **bedroht** – und zwar vor allem durch staatliche Eingriffe. Unter Brexit-Zollschranken würde Großbritannien mehr leiden als der Rest der EU, aber der deutschen Exportindustrie drohen dennoch Schäden.

Wichtiger ist, wie es weitergeht mit der Welthandelsordnung, dem Umgang mit steigenden Schuldenquoten (auch im privaten Sektor), dem Klimawandel und der Digitalisierung. Hier kann der Staat jeweils eine positive oder negative Rolle spielen. In der Handels- und Wettbewerbspolitik nimmt die Gouvernante vielerorts chinesische Gesichtszüge an. Manche Politiker scheinen zu glauben, dass wir in dieser Hinsicht mehr wie China werden müssen. Dies ist nicht unbedingt ein gutes Zeichen.

Der Anteil am wirtschaftlichen „Kuchen“, über den der Staat bestimmt, ist in der Krise deutlich gewachsen – auch weil der Kuchen insgesamt geschrumpft ist. Um dies dauerhaft aufrechtzuerhalten, wären Steuererhöhungen erforderlich. Auf mittlere

Unsicherheit nimmt ab

Index globaler Unsicherheit*



* Economic Policy Uncertainty Index, auf Basis kaufkraftbereinigter BIP-Gewichte. Zur Berechnung werden u. a. Zeitungsberichte herangezogen.

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Sicht ist mit einer Rückführung der hohen Defizite auf „normalere“ Niveaus zu rechnen. Dabei kann es zu einem „Sperrklinkeneffekt“ kommen: So wie die **Staatsausgabenquote** nach der Finanzkrise in den G7-Staaten nicht wieder auf ihr Niveau vor 2008 gefallen ist, könnte sie in der neuen Normalität nochmals höher sein, vielleicht sogar deutlich.

Erhobene Zeigefinger (nicht nur) im Eurotower

Die Tendenzen, den eigenen Einflussbereich zu erweitern, sind besonders bei den **Notenbanken** sichtbar. Unter dem Motto „Wir wissen es am besten!“ haben

nicht gewählte Technokraten ihre Macht ausgedehnt. In einem Prozess, den man im englischsprachigen Raum gerne als „mission creep“ bezeichnet, erklären sich die Notenbanker einseitig für neue Aufgabenfelder wie Sozial- oder Umweltpolitik zuständig. Hingegen wird die Kernaufgabe der Geldpolitik – die Wahrung der Preisniveaustabilität – zunehmend in den Hintergrund gedrängt. 2021 wird hierfür ein gutes Beispiel sein: Trotz spürbar anziehender Teuerungsraten werden die Notenbanken ihren Expansionsgrad nicht zurückführen und teilweise sogar ausweiten.

Zudem stellen die Geldpolitiker mit der Null- oder Negativzinspolitik den Regierungen scheinbar einen **Freibrief für**

zusätzliche schuldenfinanzierte Maßnahmen aus. So wird derzeit überall aus dem Vollen geschöpft, verbrämt mit Euphemismen wie „Wiederaufbaufonds“, als seien Fabriken und Straßen durch einen Meteoriteneinschlag zerstört worden. „Umverteilungsfonds“ klingt halt nicht so gut.

Sicherheit oder Dynamik?

Eine solch kräftige Ausweitung der staatlichen Eingriffe in das Wirtschaftsgeschehen mag kurzfristig angemessen sein. Sie birgt aber **mittel- bis langfristige Risiken** nicht nur für die Freiheit des Einzelnen, sondern auch für die ökonomische

mische Dynamik. Angesichts des demografischen Wandels sind ein großer und moderner Kapitalstock sowie eine hohe Arbeitsproduktivität wichtig – gerade auch in Deutschland.

Zunehmende Regulierungsdichte, mehr Bürokratie, steigende Steuer- und Ausgabenquoten – dies sind keine Rezepte für eine dynamische und produktive Wirtschaft. Ein zu großzügiges Abfedern der ökonomischen Verwerfungen, z. B. durch eine Verlängerung aller Stützmaßnahmen

bis Ende 2021, riskiert die Zementierung bestehender Strukturen und könnte zu „Zombie-Unternehmen“ führen.

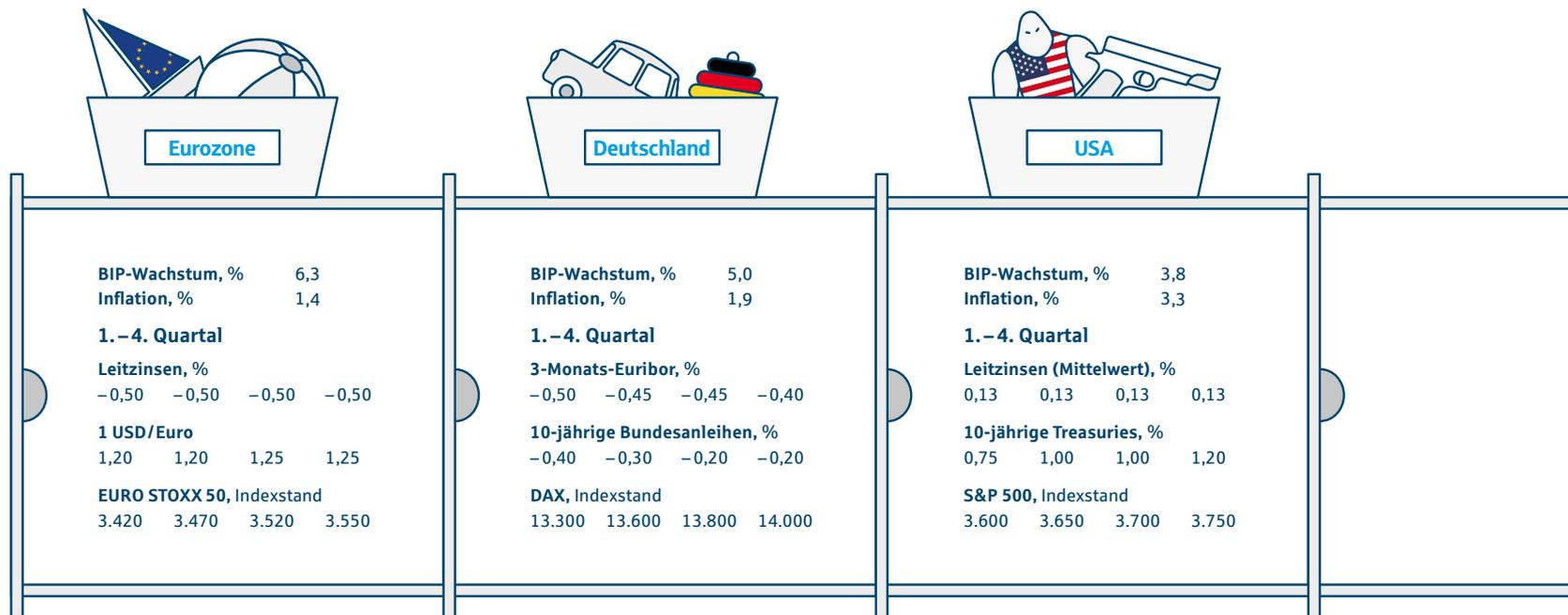
„Intelligenz ist die Fähigkeit, sich dem Wandel anzupassen.“

Stephen Hawking (1942–2018)

Viele Strukturen drohen ohnehin ungewöhnlich schnell zu veralten: z. B. durch die Klimawende oder von der Pandemie

angestoßene Verhaltensänderungen, gerade im Umgang mit der Digitalisierung. Damit würde ein Fehler wiederholt, den Japan in den 1990er Jahren und die EU nach der Finanzkrise 2008/2009 machte. Damals hatte man den **notigen Strukturwandel** aus Rücksicht auf kurzfristige Kosten (z. B. durch Stellenabbau) **unterbunden oder verschleppt**. Nullzinsen und länger laufende staatliche Stützprogramme wirken nämlich genau in diese Richtung. Sie verhindern den Wechsel von Ressourcen aus den Branchen von gestern

Ausgewählte Prognosen für 2021



in die Branchen von morgen. Eine strenge, aber gute Nanny nimmt hingegen auf kurze Sicht auch mal Tränen der Schützlinge in Kauf – in deren eigenem langfristigen Interesse!

Prognoseübersicht im Hauptszenario

Das **Wirtschaftswachstum** in Deutschland und in der Eurozone fällt 2021 als Gegenbewegung auf die tiefe Rezession im Jahr zuvor mit 5 % und mehr als 6 % sehr stark aus. Die US-Wirtschaft expandiert mit fast 4 %. Der Preisauftrieb beschleunigt sich – nicht zuletzt dank des im Jahresverlauf kräftig steigenden

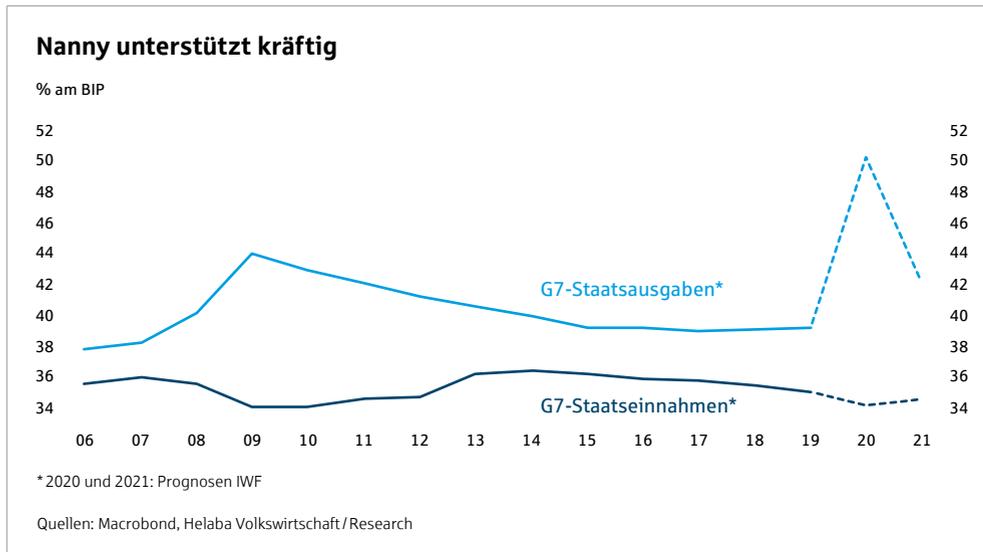
Ölpreises. Die **Inflation** in der Eurozone bleibt jedoch mit 1,4 % unter dem Zielwert der EZB. In Deutschland legen die Verbraucherpreise um rund 2 % zu, in den USA dürften im Jahresdurchschnitt mehr als 3 % erreicht werden.

Unter normalen Umständen wären **Renten** ein riskantes Investment. Konjunkturerholung, steigende Rohstoffpreise, höhere Inflationsraten sowie ein aufgrund der explodierenden Staatsverschuldung massiv ausgeweitetes Angebot an Anleihen bilden ein toxisches Gemisch. Allerdings scheinen die Notenbanken – anders als die Virologen – gegen diese Bedrohung bereits ein Gegenmittel zu besitzen. Durch ihre

Ankaufprogramme kontrollieren sie die Renditeniveaus, Zinskurven und Risikoaufschläge. Mehr als einen moderaten Renditeanstieg dürfte die EZB den hochverschuldeten Staaten im Euroraum kaum zumuten. 10-jährige Bundesanleihen werden bis Jahresende 2021 mit –0,2 % den negativen Renditebereich nicht verlassen.

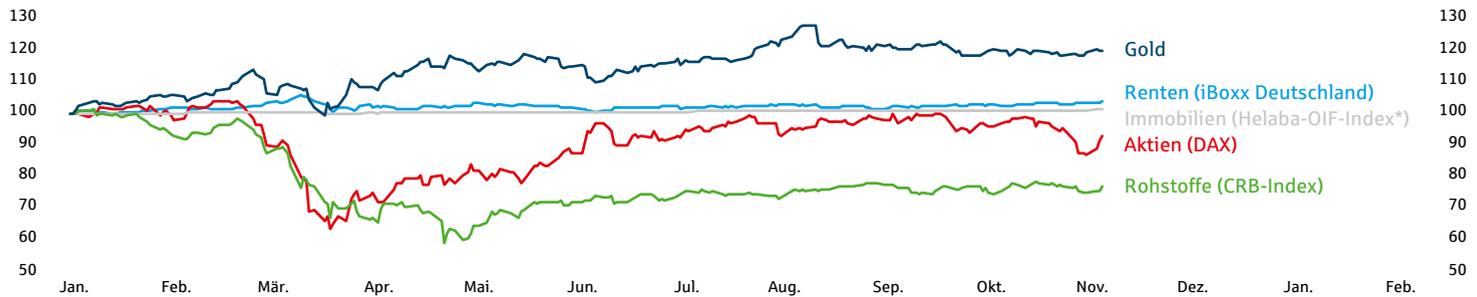
Die wirtschaftliche Erholung reduziert 2021 den Druck auf die Kreditprofile der Unternehmen. Die Emissionstätigkeit bei **Corporate Bonds** normalisiert sich. Bei **Banken** wirkt die sich stabilisierende Bonität der Unternehmen positiv auf die Bilanzqualität. **Covered Bonds** werden durch ihre Qualität getragen und sind weiterhin gesucht. Unterstützt durch die Nachfrage der Zentralbanken bleiben die Risikoprämien auf niedrigem Niveau.

Aktienanleger haben im Zuge der Coronapandemie 2020 ein Jahr extremer Kurschwankungen durchlebt. Auch 2021 werden sich **Aktien** im Spannungsfeld zwischen hoher Bewertung und dem Mangel an Anlagealternativen bewegen. Dabei profitieren Dividentitel von ihrem Status als Sachwerte. Immerhin hat das weltweite Volumen negativ verzinsten Staatsanleihen wieder den Spitzenwert vom August 2019 erreicht. Bis wirksame Impfstoffe zur Verfügung stehen, werden Aktien allerdings auf die Unterstützung durch Geld- und Fiskalpolitik



Nur Gold seit Jahresbeginn deutlich im Plus

Indiziert, 31.12.2019 = 100, Gesamtertrag in Euro



* Helaba Index für offene Immobilienfonds

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft / Research

angewiesen bleiben. Mit Blick auf die zu erwartenden medizinischen Fortschritte und eine damit einhergehende dynamische Konjunkturerholung versprechen Aktien, 2021 unter den Anlageklassikern jedoch am besten zu laufen. Gegen Jahresende dürfte der DAX um 14.000 Punkte notieren.

Immobilien profitieren als Anlageklasse weiterhin von den sehr niedrigen Zinsen. Allerdings geht die Rezession im Jahr zuvor nicht spurlos am Immobilienmarkt vorbei. In gewerblichen Segmenten, vor allem im Einzelhandel, werden die Mieten und Kaufpreise 2021 sinken. Dagegen setzt sich der Aufwärtstrend am deutschen Wohnungsmarkt dank weiterhin solider Nachfrage und knappem Angebot lediglich etwas verlangsamt fort.

2020 war ein Rekordjahr für **Gold**. Der Ausbruch von Covid-19 hat die klassische Krisenwährung über historische Höchstmarken befördert. Eine Gegenbewegung wird 2021 trotz Überwindung der Pandemie ausbleiben. Schließlich kann Gold immer dann profitieren, wenn die Weltleitwährung US-Dollar schwächelt. Hinzu

kommen eine anhaltend negative Realverzinsung sowie die extrem gestiegene Staatsverschuldung. Insgesamt wird Gold politisch unterstützt zum Jahresende bei 2.000 US-Dollar bzw. 1.600 Euro pro Unze notieren.

Der **US-Dollar** hat an Attraktivität verloren. Aufgrund der noch lange expansiven Geldpolitik bleibt der Renditevorteil gegenüber dem Euro niedrig. Ohne den zyklischen Rückenwind drohen strukturelle Probleme zu belasten. Ein hohes Haushaltsdefizit bei gleichzeitig chronischem Leistungsbilanzdefizit in den USA mahnt zur Vorsicht, zumal der Greenback als überbewertet gilt. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte zum Jahresende um 1,25 notieren.

Patrick Franke



Zinsen und Renten

Die Macht am Main

Trotz Konjunkturerholung, höherer Inflation und Staatsverschuldung bleibt die Verzinsung der 10-jährigen Bundesanleihen 2021 im negativen Bereich. Dafür sorgt die EZB, die mit ihrer anschwellenden Bilanzsumme einen renditedämpfenden Einfluss auf die Rentenmärkte ausübt.

Über den Euro-Rentenmarkt wacht, seit einem Jahr nun unter der Führung von Christine Lagarde, die Europäische Zentralbank. Seit der Euro-Schuldenkrise greifen die Währungshüter über ihre Kaufprogramme massiv an den Anleihemärkten ein, insbesondere um die Gefahr deutlich steigender Risikoaufschläge zu bannen. Die **Liquiditätsmaßnahmen** und **regulatorische Änderungen** während der Pandemie sollten Banken und Unternehmen stützen, vor allem aber die Kapitalmärkte stabilisieren.

Und die EZB war erfolgreich. Selbst ohne Senkung der bereits rekordtiefen Leitzinsen gelang es ihr, die Anleihekurse der Krisenstaaten schnell unter Kontrolle zu bringen. Im Verbund mit umfangreichen EU-Hilfspaketen fiel die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen sogar auf ein neues Allzeittief von 0,6%. Lag die **EZB-Bilanzsumme** 2014 noch bei 2 Billionen Euro, so stieg das Volumen seit März von 4,7 Billionen Euro auf zuletzt 6,8 Billionen Euro. 2020 dürfte die Bilanzsumme auf rund 60 %

des nominalen BIP der Eurozone klettern. Dieser Trend ist weltweit zu beobachten. Spitzenreiter ist Japan mit einem Wert von mehr als 120 %.

Renditen steigen – EZB hält aber den Deckel drauf

Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen verzeichnete im März mit –0,8 % ebenfalls ein neues Tief. Bis Jahresende 2021 ist mit einem Anstieg auf –0,2 % zu rechnen. Der höhere Gravitationswert wird genährt von der **Konjunkturverbesserung**, einer beschleunigten **Inflation** sowie einer massiven Zunahme der **Staatsverschuldung**. Nun steigt auch noch die Europäische Union zu einem Großemittenten am Rentenmarkt auf. In früheren Zeiten hätten das deutlich erhöhte Angebot und die extrem negative Realverzinsung erhebliche Kursrisiken mit sich gebracht.

„Angesichts der Beispiele für Marktversagen sollten wir uns die Frage stellen, ob Marktneutralität wirklich das Prinzip sein sollte, das das Management unseres geldpolitischen Portfolios leitet.“

Christine Lagarde, EZB-Präsidentin

Mit der EZB im Rücken werden viele Anleger aber gelassen bleiben. Sie setzen darauf, dass im Zweifel die Notenbank einfach ihre Kaufprogramme ausweitet. Eine Verlängerung des **Pandemie-Notfallprogramms PEPP** über den bislang anvisierten Ausstiegszeitpunkt zur Jahresmitte 2021 ist dabei die wahrscheinlichste Option. Zudem können sich die Anleger darauf verlassen, dass die Leitzinsen noch für lange Zeit negativ bleiben. Diese Erwartung dürfte durch die zur Jahresmitte bekanntgegebene **Neuausrichtung der EZB-Strategie** untermauert werden. Vieles deutet darauf hin, dass die EZB der US-Notenbank folgt und in Zukunft sowohl höhere Inflationsraten anstreben als auch ein längeres Überschießen der Teuerung tolerieren wird.

Zu Risiken und Nebenwirkungen fragen Sie...

Die im Zuge der jüngsten Krise enger gewordene Verbindung zwischen Geld- und Fiskalpolitik könnte sich langfristig jedoch als schwerwiegendes Problem erweisen. Der steigende Anteil von Staatsanleihen in der Bilanz bedroht die Handlungsfähigkeit der EZB und setzt sie **wachsendem politischen Einfluss** aus. Ist die Geldpolitik im Fall eines deutlichen Inflationsanstiegs noch in der Lage, restriktiv zu werden, ohne die Refinanzierung der Euro-Staaten zu gefährden? Wohl eher eine rhetorische Frage. Oder schwingt sich die EZB gleich selbst zu einem – weit über Inflationsthemen handelnden – gesellschaftspolitischen Akteur auf, beispielsweise in der Bekämpfung des

Prognose Ende...

3M Euribor

10j. Bundesanleihen

10j. US-Treasuries

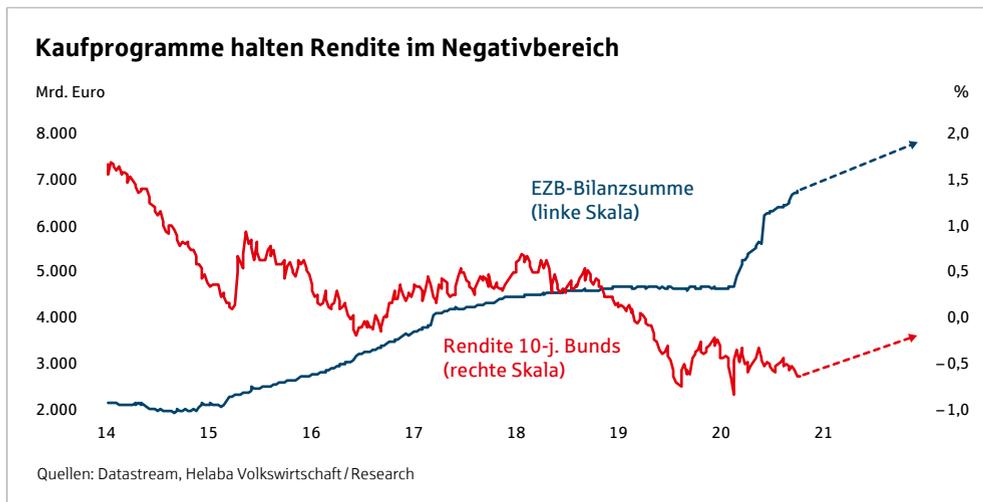
	Q2 / 2021	Q4 / 2021
3M Euribor	-0,45	-0,40
10j. Bundesanleihen	-0,30	-0,20
10j. US-Treasuries	1,00	1,20

mehr Zinsprognosen auf Seite 54
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Klimawandels? Gleichzeitig drohen aufgrund der starken geldpolitischen Unterstützung notwendige Reformen – beispielsweise in Italien – verschleppt zu werden. Die Anregung von Christine Lagarde, die EU-Konjunkturlösungen als dauerhaftes Stützungsinstrument beizubehalten, würde diese Risiken verstärken. Populistische Tendenzen,

insbesondere in den nördlichen EU-Ländern, könnten im Gegenzug wieder zunehmen. Letztlich **schumpfen die Anreize, solide zu wirtschaften** – nicht nur in den Krisenländern.

Das Spannungsfeld zwischen wachsender Staatsverschuldung und ultralockerer Geldpolitik existiert ebenfalls bei **US-Staatsanleihen**. Auch hier ist als Reaktion auf die sich verändernden Rahmenbedingungen mit steigenden Renditen zu rechnen. Lag die Rendite 10-jähriger US-Treasuries seit Krisenbeginn bei rund 0,7 %, so dürfte dieser Wert zum Jahresende 2021 bei 1,2 % liegen, was historisch betrachtet allerdings vergleichsweise gering ist. Würde man alte Regressionsmodelle mit Inflationserwartungen und dem US-Leitzins füttern, so ergäben sich Werte um 2,5 %.



Ulf Krauss

Covered Bonds

Qualität trägt

Covered Bonds haben 2020 ihre Krisenfestigkeit bewiesen. Sie werden 2021 gesucht bleiben. Derweil entwickelt sich der Markt weiter: Die EU-Mindeststandards sollen bis Mitte 2021 umgesetzt werden und das Nachhaltigkeitssegment wächst heran.

Covered Bonds wurden von der Corona-Krise weniger hart getroffen als viele andere Assetklassen. Die Spreads erreichten vor allem dank der großzügigen Unterstützung durch die EZB schon früh wieder ihr Vorkrisenniveau. Für 2021 gehen wir davon aus, dass die **Bonitätslage weiterhin überwiegend stabil** bleibt. Größere Immobilienrisiken dürften sich auf das Einzelhandels- und Hotelsegment beschränken.

Wegen zahlreicher Vorfinanzierungen und interessanter Refinanzierungsalternativen über das Eurosystem werden den Fälligkeiten von rund 134 Mrd. Euro nur Neuemissionen im geschätzten Umfang von rund 105 Mrd. Euro gegenüberstehen. Da gleichzeitig mit einer anhaltend starken Nachfrage, vor allem durch die Zentralbanken, zu rechnen ist, sollten die **Risiko-prämien niedrig bleiben**.

Geldpolitik erhöht relative Attraktivität

Die weiterhin negativen Renditen könnten zwar einzelne Anleger abschrecken. Gleichwohl liegt die **Verzinsung alternativer Anleihen** von Bundesländern, Förderbanken oder vom neuen Großemittenten EU **oft noch deutlicher im Minus**. Zudem müssen Banken für Überschussreserven hohe Strafzinsen bezahlen.

Der Markt bleibt aufnahmefähig.

Die Zahl nachhaltig orientierter Investoren nimmt zu und fördert das noch kleine, aber stark wachsende Segment der **Green und Social Covered Bonds**.

Zur Qualitätssicherung von Covered Bonds steht ferner bis Mitte 2021 die Umsetzung der EU-weiten Mindeststandards zur Harmonisierung des Produkts in nationales Recht an. Für einige Covered Bond-Märkte, wie etwa Spanien oder Tschechien, dürften die neuen Vorgaben einen Qualitätsanstieg bedeuten. Emittenten müssen die neuen Vorgaben jedoch erst ab Mitte 2022 anwenden.

Sabrina Miehs



Credits

Neue Normalität

Die Refinanzierung von Fälligkeiten und strukturellen Investitionsprogrammen sind bei Corporates 2021 Hauptmotive für die Begebung von Anleihen. Bei Banken bleiben EZB-Liquiditätsversorgung und regulatorische Anforderungen bestimmend für die Primärmarktaktivität.

Die umfangreichen Maßnahmen zur Liquiditätsbeschaffung infolge der Corona-Krise führen dazu, dass der Primärmarkt für **EUR-Corporate Bonds** 2020 ein neues Rekordvolumen von mehr als 450 Mrd. Euro erreichen wird. Nicht zuletzt die Stützungskäufe der EZB sorgen dafür, dass die Nachfrage nach Unternehmensanleihen 2021 hoch bleibt und sich die **Refinanzierungskosten** weiterhin **auf niedrigem Niveau** bewegen.

Zudem wird die Erholung der Konjunktur die Risikoprämien für die Unternehmen eher senken. Zwar dürften die Ausfallraten bei Corporates als Corona-Spätfolge vereinzelt steigen. Bei der Mehrheit der Unternehmen sollte der Druck auf die Kreditprofile jedoch nachlassen.

Ein weiterer Primärmarktrekord ist 2021 eher unwahrscheinlich.

Mit dem Abklingen der Krise nimmt für viele Emittenten die Notwendigkeit ab, ihre Liquidität weiter auszubauen. Die Kapitalmarktaktivität der Corporates fokussiert sich stattdessen wieder auf den **Ersatz auslaufender Titel** sowie die **Finanzierung struktureller Investitionsprogramme**, etwa in der Automobilindustrie (E-Mobilität) oder im Telekommunikations-Sektor

(Netzausbau). In der Summe wird die **Emissionstätigkeit 2021** unserer Schätzung nach **deutlich geringer** ausfallen. Wir rechnen mit einem Primärmarktvolumen von 300 bis 350 Mrd. Euro.

Banken genießen Fürsorge von Geldpolitik und Regulatoren

Die sich stabilisierende Bonität der Unternehmen wirkt sich auch positiv auf die Bilanzqualität von Banken aus. Bei der an wirtschaftlichen Erwartungen ausgerichteten Bildung von **Rückstellungen für Kreditrisiken** sind die Häuser allerdings bislang recht unterschiedlich vorgegangen. Deren Angemessenheit wird sich erst nach dem Auslaufen von Moratorien und fiskalpolitischen Stützungsprogrammen zeigen.

Das **Thema Nachhaltigkeit** gewinnt für alle Geschäftsbereiche an Bedeutung. Die Pandemie versetzt ferner dem Trend zur **Digitalisierung** einen Schub. Bei hohen Investitionskosten und schwächelnden Erträgen bleiben Sparprogramme auf der Tagesordnung. Immerhin verfügen die meisten Banken über gute Eigenkapitalpuffer. Sie wollen nach regulatorisch verordneter Abstinenz möglichst schnell zur alten Ausschüttungspolitik zurückkehren.

Wegen der umfangreichen Teilnahme am TLTRO-Programm der EZB haben viele Häuser ihre für das Gesamtjahr 2020 geplanten Emissionen gekürzt. 2021 werden die Emissionen erneut stark von der EZB-Politik bestimmt werden. Die **Liquiditätsbereitstellung** der Notenbank und das schwierige Geschäftsumfeld dämpfen den Ausblick für die Primärmarktaktivitäten. Allerdings steigen die Fälligkeiten wieder an. Darüber hinaus setzen sich die regulatorisch getriebenen **Non-Preferred-Emissionen** fort, sodass günstige Kapitalmarktfenster weiter genutzt werden.

Dr. Susanne E. Knips, Ulrich Kirschner, CFA

Aktien

Auf Unterstützung angewiesen

Aktienanleger haben im Zuge der Corona-Pandemie 2020 ein ausgesprochen bewegtes Jahr durchlebt: Auf einen Crash im ersten Quartal folgte eine rekordverdächtige Kurserholung und viele Aktienindizes konnten die erlittenen Verluste weitgehend aufholen. Erneute Lockdowns haben den Risikoappetit zwar wieder gebremst. Aktien dürften unter den Anlageklassikern 2021 am besten laufen.

Trotz einer insgesamt beeindruckenden Aufholjagd verlief die Kurserholung regional durchaus unterschiedlich. Unter den großen Wirtschaftsmächten hat China mit Blick auf den Aktienmarkt die Corona-Krise bislang am besten gemeistert. So notieren

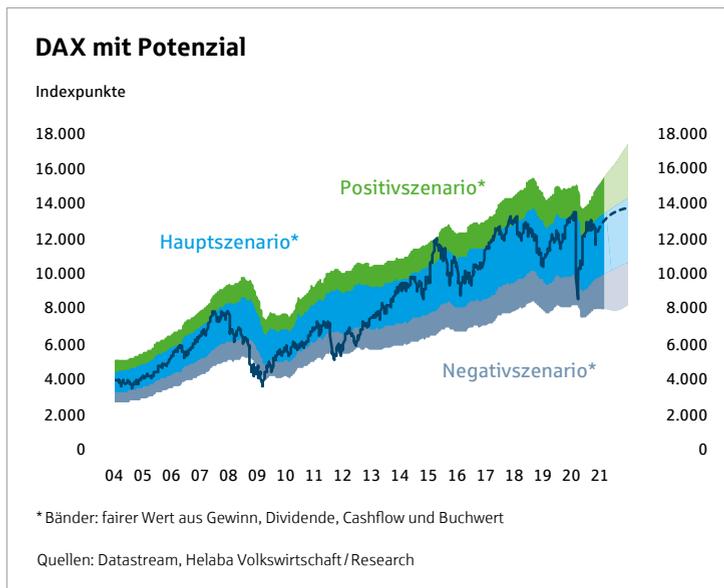


chinesische Titel (Shanghai Shenzhen CSI 300) per 4. November 18% über dem Jahresendstand 2019. Bei US-Werten (S&P 500) beträgt der Zuwachs 7%, wohingegen Euro-Aktien (EURO STOXX 50) noch ein Minus von 16% aufweisen.

Die **Risikoaversion** der Aktienanleger hat sich seit ihrem Höhepunkt im März im Jahresverlauf deutlich **zurückgebildet**. So bewegt sich die implizite Aktienvolatilität der international führenden Indizes – ein Gradmesser für die wahrgenommene Unsicherheit der Marktteilnehmer – auch nach den erneuten Lockdowns weitgehend innerhalb normaler Bandbreiten.

Warum gehen die Marktteilnehmer so überraschend unaufgeregt mit der Corona-Krise um? Der Hauptgrund dürfte die Kombination aus einer global **extrem expansiven Fiskalpolitik und der ultralockeren Geldpolitik** sein. Anleger haben vor diesem Hintergrund offensichtlich ihren Investmenthorizont verlängert und setzen bereits auf eine Zeit nach Corona. Dies hat teilweise zu einer markanten Ausweitung der Bewertung geführt.

Aktien werden sich wohl auch 2021 im **Spannungsfeld zwischen hoher Bewertung und dem Mangel an Anlagealternativen** bewegen. Dabei profitieren Dividentitel von ihrem Status als Sachwerte. Immerhin hat das weltweite Volumen negativ ver-



zinster Staatsanleihen wieder den Spitzenwert vom August 2019 erreicht. Bis wirksame Impfstoffe zur Verfügung stehen, werden Aktien allerdings auf die Unterstützung durch Geld- und Fiskalpolitik angewiesen bleiben. Zudem wird es darauf ankommen, die Maßnahmen zur Bekämpfung der Pandemie so zu dosieren, dass der ökonomische Schaden beherrschbar bleibt. Dass dies stets auf Anhieb gelingt, ist allerdings keine ausgemachte Sache. Insofern könnten gerade sogenannte Risiko-Assets zeitweilig ins Stolpern geraten. Mit Blick auf die zu erwartenden medizinischen Fortschritte und eine damit einhergehende dynamische Konjunkturerholung versprechen Aktien 2021 unter den Anlageklassikern jedoch am besten zu laufen.

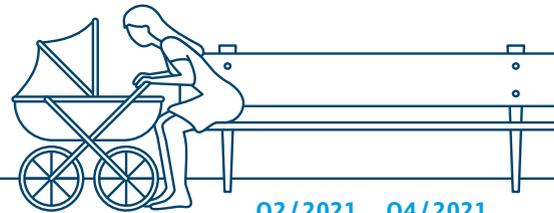
Dies trauen Anleger Aktien am ehesten zu:

„Erfolg haben heißt, einmal mehr aufstehen, als man hingefallen ist.“

Winston Churchill (1874–1965)

US-Aktien besonders hoch bewertet

Zu den Profiteuren am US-Markt zählten 2020 vor allem Titel aus den Bereichen Informationstechnologie, Telekommunikationsdienstleistungen und Internethandel. Gerade diese Aktien sind im S&P 500 hoch gewichtet. So nimmt deren Anteil an der



Prognose Ende ...

DAX	Q2 / 2021	Q4 / 2021
EURO STOXX 50	13.600	14.000
S&P 500	3.470	3.550
	3.650	3.750

mehr Aktienmarktprognosen auf Seite 54
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Marktkapitalisierung des Index rund 50 % ein. Er ist damit annähernd so hoch wie in der Spitze des New Economy Booms Ende der 1990er Jahre. Auch dies hat dazu beigetragen, dass die Bewertung des S&P 500 – gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis – annähernd die **Spitzenwerte aus dem Frühjahr 2000 erreicht** hat. Auch wenn das Zinsniveau weiterhin niedrig bleibt, besteht hier kaum Spielraum für dauerhaft höhere Bewertungen, zumal auch andere Sektoren des US-Marktes bereits teuer sind. Daher dürften die Kurse lediglich in dem Ausmaß zulegen, wie sich auch die Perspektiven für die Unternehmensergebnisse verbessern. Für den S&P 500 erwarten wir einen Jahresendstand 2021 von 3.750 Punkten.

DAX relativ attraktiv

Europäische und insbesondere deutsche Dividententitel sind dagegen **deutlich niedriger bewertet als ihre US-Pendants**.

So bewegt sich der DAX gegenwärtig innerhalb des langfristig fairen Bewertungsbandes. Mit der von uns unterstellten dynamischen Erholung der Wirtschaft werden die Erwartungen für die Unternehmensgewinne spürbar anziehen. Gleichzeitig besteht Raum für eine moderate Bewertungsexpansion und somit Potenzial für Kurszuwächse.

Im Hauptszenario bewegt sich der DAX 2021 überwiegend in der oberen Hälfte des fairen Bewertungsbandes von 11.000 bis 14.500 Punkten. Gegen Jahresende erwarten wir den deutschen Leitindex bei 14.000 Punkten.

Markus Reinwand, CFA



Gold

Politisch behütet

2020 war ein Rekordjahr für Gold. Der Ausbruch von Covid-19 hat die klassische Krisenwährung auf Höchstmarken befördert. 2021 wird das Edelmetall politisch unterstützt bleiben, sodass eine Gegenbewegung trotz Überwindung der Pandemie ausbleibt.

Das Edelmetall kletterte von einem Hoch zum nächsten, bis es schließlich im August die psychologisch wichtige Marke von 2.000 US-Dollar je Feinunze überunden und mit 2.075 ein neues Allzeithoch erreicht hat. In Euro war die Entwicklung bis zum Rekord von knapp 1.750 je Feinunze sogar noch ausgeprägter. Im Anschluss setzte eine Konsolidierung ein. Das Edelmetall dürfte bald wieder die 2.000er-Marke reißen und 2021 zumindest temporär bis auf 2.300 US-Dollar je Feinunze anziehen.

Gold ist dabei seinem Ruf als „Krisenwährung“ gerecht geworden. Aufgrund der hohen Marktunsicherheit hat es den Anlegern als sicherer Hafen gedient. Mit Überwindung der Pandemie im Jahresverlauf 2021 wird es deshalb keine vergleichbaren Preissprünge mehr geben. Allerdings sollte eine markante Abwärtskorrektur – wie nach solchen Rekordjahren üblich – ausbleiben. Dazu tragen 2021 drei Anlagethemen bei, die zu einer stabilen Nachfrage nach Gold führen dürften: Geldpolitik, Fiskalpolitik und Dollarschwäche.



Prognose Ende ...

Gold USD/Unze
Gold Euro/Unze

	Q2/2021	Q4/2021
Gold USD/Unze	2.000	2.000
Gold Euro/Unze	1.667	1.600

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Negative Realzinsen

Fed, EZB und viele andere Zentralbanken haben ihre Leitzinsen im Zuge der Krisenbekämpfung bei null oder darunter verankert. Mit einer baldigen Abkehr dieser **Nullzinspolitik** ist nicht zu rechnen, vielmehr signalisieren die Geldpolitiker, dass sie ihre Zinssätze noch sehr lange Zeit auf diesem niedrigen Niveau halten werden. Dies hat die Nominalzinsen sowohl in den USA als auch in Deutschland nicht nur kräftig nach unten gedrückt, sondern zu einer **negativen Realverzinsung** in beiden Währungsräumen geführt. Damit hat das Halten von Gold im Vergleich zu anderen sicheren Anlagealternativen keine **Opportunitätskosten** mehr, sondern bringt sogar einen Nutzen, da Negativzinsen vermieden werden. 2021 wird sich daran in realer Rechnung nichts ändern.

„Sie haben die Wahl zwischen der natürlichen Stabilität von Gold und der Ehrlichkeit und Intelligenz der Regierungsmitglieder. Und mit allem notwendigen Respekt für diese Gentleman, ich rate Ihnen, ..., entscheiden Sie sich für Gold.“

George Bernard Shaw (1856–1950)

Gold: Rekordhoch wieder im Blick

US-Dollar bzw. Euro je Unze



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research

Bleibende Schuldenberge

Weltweit sind die Staatsschulden im Zuge der Krisenbekämpfung kräftig gestiegen. Nun erholen sich die Volkswirtschaften von ihrem Konjunkturerinbruch, aber es wird dauern, bis das wirtschaftliche Ausgangsniveau wieder erreicht ist. Von einem baldigen Abbau der **Staatverschuldung** ist nicht auszugehen, vielmehr scheint politisch die Strategie verfolgt zu werden, aus den Schulden „herauszuwachsen“. Das aber wiederum schürt die Erwartung, dass die Staaten langfristig **Inflation** generieren werden, um diese zu entwerten. Sollte sich diese Haltung unter Anlegern und Sparern etablieren, würde die Funktion von Papierwährungen als Wertaufbewahrungsmittel untergraben und im Gegenzug die Attraktivität von Gold als **Alternativwährung** steigen.

Schwacher Dollar = starkes Gold

Gold profitiert immer dann, wenn die Weltleitwährung US-Dollar schwächt. Dies war 2020 aufgrund der Geldpolitik der Fed sowie des Corona-Krisenmanagements von US-Präsident Trump der Fall. 2021 wird der Greenback auch unter einem neuen Präsidenten nicht zu alter Stärke zurückfinden. Insgesamt wird das Edelmetall **politisch** unterstützt um die **2.000er-Marke** schwanken, in einer Bandbreite zwischen 1.800 und 2.300 US-Dollar pro Feinunze.

Claudia Windt

Immobilien

Nicht völlig immun

Immobilien profitieren zwar 2021 weiter von den anhaltend niedrigen Zinsen. Die tiefe Rezession im Jahr zuvor wird sich allerdings zeitverzögert auswirken. Dabei sind die einzelnen Marktsegmente ganz unterschiedlich betroffen.

Immobilienmärkte sind erfahrungsgemäß eng mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verbunden, laufen dieser aber nach. Die tiefe Rezession in Deutschland dürfte sich daher teilweise erst 2021 auf Mieten und Immobilienwerte auswirken. Dabei sind die pandemiebedingten Folgen nach Segmenten sehr unterschiedlich.

Einzelhandelsimmobilien wurden neben Hotels von den umfangreichen Schließungen während des Lockdown im Frühjahr am stärksten belastet. Eine Ausnahme ist der Lebensmitteleinzelhandel. Viele stationäre Händler sind jedoch Hauptbetroffene der Krise, in der die Konsumenten häufiger auf den Onlinehandel ausweichen. Eine Reihe von Ladengeschäften wird die Corona-Krise nicht überstehen. Damit drohen Mietausfälle und steigende Leerstände vor allem in weniger begünstigten Lagen. Die schon vor der Pandemie aufgetretenen Preisrückgänge werden sich 2021 fortsetzen.

Auch der Aufschwung am deutschen **Büromarkt** dürfte erst einmal beendet sein. Viele Unternehmen verschieben Neuanmietungen und überprüfen ihren

Büroflächenbedarf. Zwar werden sich die Vermietungsumsätze 2021 erholen. Allerdings könnten die Langfristfolgen des verstärkten mobilen Arbeitens für die Büroflächennachfrage allmählich deutlicher werden. Steigende Leerstände in einzelnen Lagen sowie leicht sinkende Büromieten sind wahrscheinlich. Großzügigere Abstandsregelungen und zurückhaltende Projektentwickler sowie eine wieder zunehmende Beschäftigung sollten jedoch die negativen Marktreaktionen begrenzen.

Wohnungsmarkt robust

Am deutschen Wohnungsmarkt hat sich die Corona-Krise noch nicht negativ ausgewirkt. Die Entwicklung der letzten Monate hat hier vermutlich die „Flucht ins Betongold“ sogar verstärkt – ähnlich wie während der Finanzkrise. Jüngste Daten zeigen einen **fortgesetzten Aufwärtstrend**, der durchschnittliche Preisanstieg für Wohnimmobilien dürfte sich aber 2021 etwas verlangsamen. Nicht zuletzt das zunehmende Arbeiten im Homeoffice könnte die

Nachfrage tendenziell von zentralen innerstädtischen Lagen an die Ränder der Ballungsräume verlagern.

Der Wohnungsmarkt bleibt im Fokus der Politik. Werden sich die Parteien im Wahlkampf wieder mit interventionistischen Vorschlägen überbieten? Zusätzlicher Wohnraum würde so nicht geschaffen.

An den fundamentalen Rahmenbedingungen des Wohnungsmarktes ändert sich wenig: Niedrigzins und der Zuzug in die Ballungszentren sorgen für eine rege Nachfrage. Die Wohnungsbautätigkeit wird durch die gut ausgelasteten Kapazitäten in der Bauwirtschaft begrenzt, sodass die **Schere zwischen Angebot und Nachfrage weit geöffnet** bleibt. Und schließlich ist die Wohnungspolitik alles andere als konstruktiv. Einige Maßnahmen leisten keinen Beitrag zur Überwindung der Wohnungsknappheit und könnten sogar Investoren abschrecken. Man darf gespannt sein auf die Parteiprogramme im Wahljahr 2021.

Immobilienfonds krisenbedingt schwächer

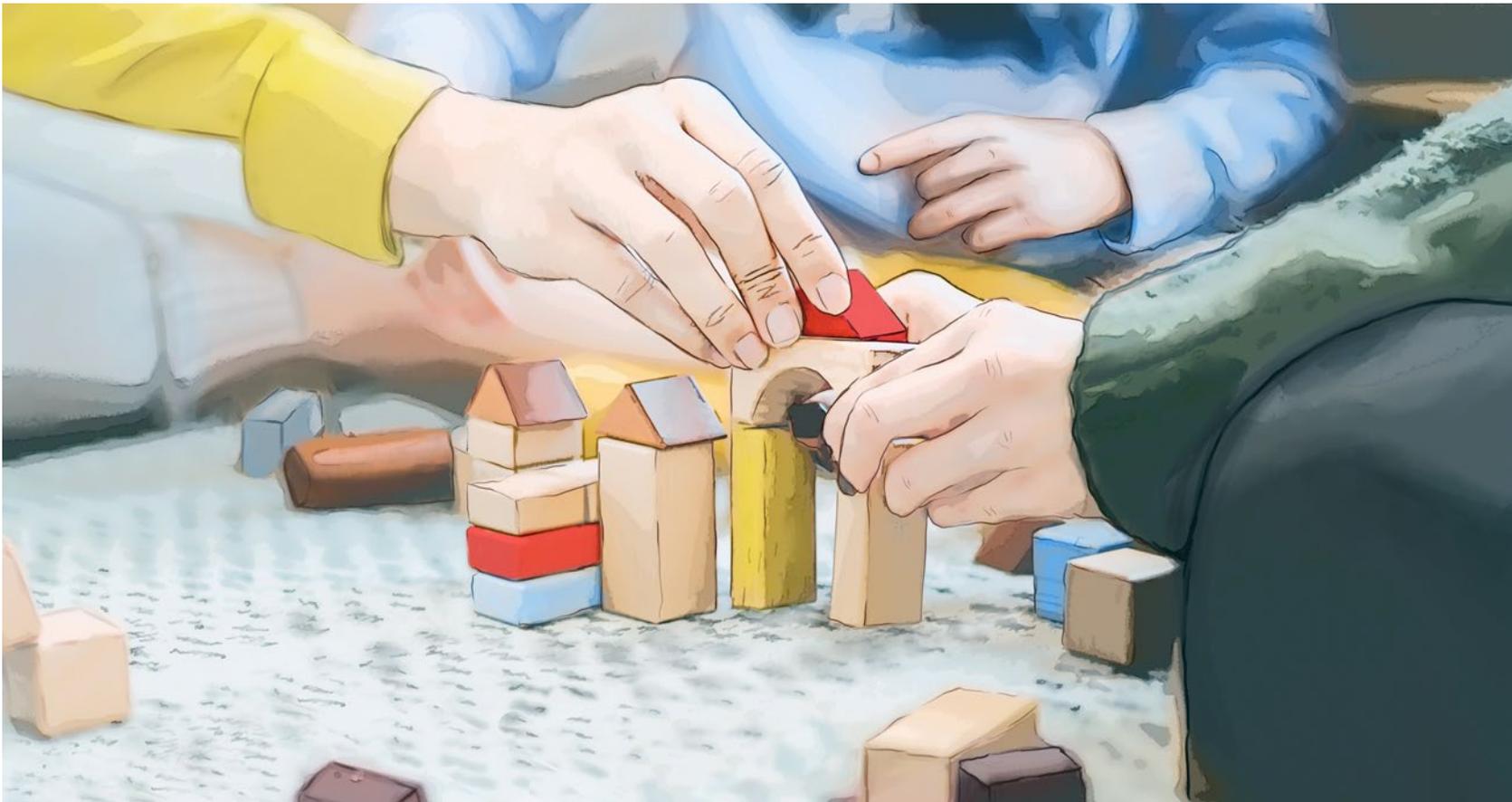
Die durchschnittliche Jahresperformance offener Immobilienpublikumsfonds in Deutschland ist infolge von krisenbedingten Preisrückgängen erstmals seit 2011 unter die 2 %-Marke gefallen. Mit der durch die Sachverständigenbewertung verbundenen üblichen Verzögerung dürfte es 2021 zu weiteren Abwertungen von einzelnen Immobilienobjekten, vor

allem bei Einzelhandels- und Hotelimmobilien, kommen. Damit wird die durchschnittliche **Jahresperformance** auf 1 % bis 1,5 % **gedrückt**, bevor für die zweite Jahreshälfte eine Trendwende zu erwarten ist. Ende 2021 wird die Rendite der großen Publikumsfonds im Durchschnitt voraussichtlich noch unter 2 % liegen.

Angesichts der im Vergleich zu den Vorjahren deutlich schwächeren Performance werden die **Mittelzuflüsse**

niedriger ausfallen. Dank der vor einigen Jahren eingeführten Kündigungs- und Mindesthaltefristen dürfte es jedoch selbst bei Fonds mit vorübergehend negativen Renditen nicht zu umfangreichen Mittelabflüssen kommen.

Dr. Stefan Mitropoulos





Devisen

Dollar-Rutsch setzt sich fort

Am Devisenmarkt geht es oft darum, wer der Einäugige und wer der Blinde ist. Über viele Jahre galt der Euro als das größere Sorgenkind. Diese Ansicht scheint sich zu drehen: Im Zuge der Corona-Krise offenbarten sich in den USA politische und wirtschaftliche Schwierigkeiten. Die Aussichten für die US-Währung bleiben deshalb eingetrübt.

In unsicheren Zeiten ist der US-Dollar häufig als **Fluchtwährung** gesucht. Temporär profitierte der Greenback von der Corona-Pandemie. Mittlerweile zeichnet sich aber für die US-Währung 2020 ein Minus ab. Dabei litt die US-Konjunktur weniger heftig als die

der Eurozone. Allerdings reagierte die US-Notenbank aggressiver als die EZB auf die Krise. US-Anleihen verzinsen sich nur noch wenig höher, damit schrumpfte ein großer Vorteil des US-Dollar gegenüber dem Euro zusammen.

Trotz der konjunkturellen Erholung 2021 wird sich die Geldpolitik in den USA und der Eurozone nicht grundlegend ändern. Zinserhöhungen befinden sich noch in weiter Ferne. Nur bei den quantitativen Maßnahmen dürfte die Fed vor der EZB etwas vom Gas gehen. Der US-Renditevorteil wird aber nicht nennenswert zulegen. Ohnehin ist die US-Notenbank deutlich in Vorlage getreten, was das wesentlich **kräftigere Geldmengenwachstum** unterstreicht. Ein US-Wachstumsvorteil ist für 2021 nicht zu erwarten, sodass ein zyklischer Rückenwind für den US-Dollar wohl ausbleibt. Andere Faktoren mahnen schon länger zur Vorsicht.

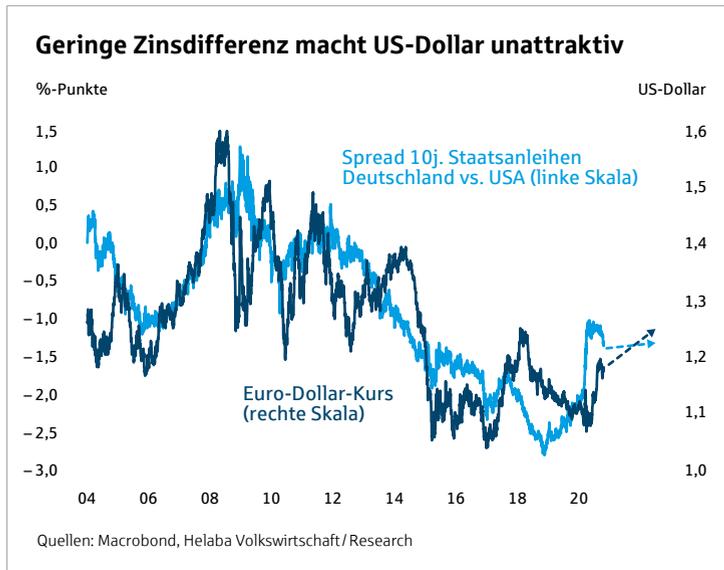
Dollar mit strukturellen Problemen

Die Fehlbeträge im Staatshaushalt stiegen in der Krise überall. Allerdings erhöhte sich das US-Budgetdefizit besonders kräftig – nicht zuletzt finanziert von der Fed. Jenseits von auslaufenden Einmaleffekten bleiben die Fehlbeträge hoch. Unabhängig vom Wahlausgang deutet sich in der US-Politik keine Haushaltskonsolidierung an. Für den Dollar ist dies insofern relevant, da sich die USA aufgrund ihres chronischen Leistungsbilanzdefizits auch im Ausland finanzieren müssen. Das rekordhohe „**Zwillingsdefizit**“ stimmt ausländische Gläubiger skeptisch, zumal manche von der Instrumentalisierung der US-Währung für internationale Sanktionen – z. B. gegen Russland oder den Iran – verstimmt sind. Ohnehin gilt der US-Dollar gemessen an Kaufkraftparitäten weiterhin als überbewertet – vor allem gegenüber dem Euro. Angesichts ihrer zunehmend protektionistischen Orientierung könnte selbst in der US-Politik das Interesse an einer schwächeren Währung wachsen.

„The US dollar slide has entered the early stages of what looks to be a sharp descent.“

Stephen Roach, US-Ökonom

Strukturelle Probleme und fehlender zyklischer Rückenwind – droht ein großes Dollar-Beben? Die Gefahr einer dramatischen Abwertung ist dennoch gering, seine Rolle als Weltleitwährung wird der Greenback mangels Alternativen nicht so schnell verlieren. Schließlich ist auch der Euro bestenfalls als Einäugiger zu betrachten. Der EU-Wiederaufbaufonds wird zwar gewisse Schwierigkeiten mildern. Jedoch sind finanzielle und politische Sorgen nicht für alle Ewigkeit gebannt. Eine geldpolitische Kehrtwende der EZB liegt ohnehin in weiter Ferne. Daher wird sich 2021 der Trend einer **leichten Dollar-Abwertung** vermutlich fortsetzen. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte zum Jahresende um 1,25 notieren.



Prognose Ende* ...

	Q2/2021	Q4/2021
US-Dollar	1,20	1,25
Japanischer Yen	125	128
Britisches Pfund	0,85	0,85
Schweizer Franken	1,10	1,12

* Kurs gg. Euro

mehr Devisenprognosen auf Seite 54
Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

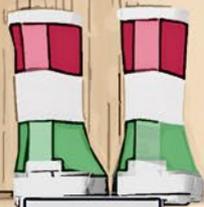
Pfund, Franken und Yen

Das **Pfund Sterling** leidet seit Jahren unter einem Brexit-Abschlag. Ein Ende der politischen Unsicherheiten dürfte der britischen Währung einen Schub geben, selbst wenn die neue Realität außerhalb der EU keineswegs rosig sein wird. Nach den dramatischen Pandemie-Auswirkungen besteht zudem die Hoffnung auf eine kräftigere Konjunkturerholung. Dass der Schweizer Franken als sicherer Anlagehafen kein großer Corona-Gewinner war, erklärt sich nicht zuletzt durch die massiven Interventionen der eigenen Notenbank. Im Zuge eines allgemein positiveren wirtschaftlichen Umfelds wird die **Schweizer Währung weniger gefragt** sein, der Euro-Franken-Kurs dürfte auf 1,12 steigen.

Der **Japanische Yen** konnte vom schwächeren US-Dollar profitieren, gab jedoch gegenüber dem Euro etwas nach. Diese Tendenz wird wohl 2021 andauern. Japan steht außenwirtschaftlich viel solider als die USA da, wächst jedoch gegenüber der Eurozone weniger dynamisch.

Christian Apelt, CFA

2 Länder und Regionen im Hauptszenario



BIP 3,7%



BIP 9,3%



BIP 4,8%



BIP 3,8%



BIP 3,0%



BIP 3,5%



BIP 3,3%

PROGNOSE 2021



BIP 5,7%



BIP 2,2%



BIP 5,0%



BIP 3,2%



BIP 8,0%



BIP 7,5%



BIP 6,0%

Europäische Union

Die nächste Generation

Das ablaufende Jahr hat die Europäische Union nachhaltig verändert. 2021 stellt den Beginn einer neuen Ära dar.

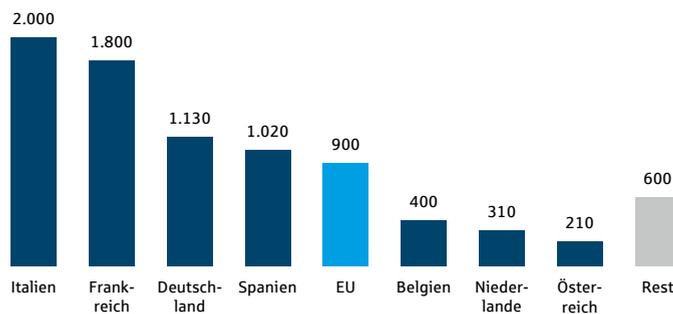
Prägende Ereignisse des Jahres 2020 sind das Ausscheiden des Vereinigten Königreichs aus der Gemeinschaft im Frühjahr sowie die Beschlüsse zum europäischen Aufbauplan und zum Mehrjährigen Finanzrahmen der EU im Juli.

„Die Covid-19-Krise stellt Europa vor eine historische Herausforderung.“

Europäischer Rat

EU als Schuldner künftig auf Platz fünf

Ausstehendes Volumen*, Mrd. Euro



* EU-Mitgliedstaaten: Stand 2019; EU: geschätzte Gesamtsumme in den nächsten Jahren

Quellen: EU, Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nie dagewesene Wirtschaftseinbrüche, millionenfache Arbeitsplatzverluste und an Grenzen stoßende Gesundheitssysteme sind Herausforderungen, die den Trend zum **engeren Zusammenrücken der verbliebenen 27 EU-Staaten** verstärken. Im Rahmen des Aufbauplans „Next Generation EU“ (NGEU) wurde beschlossen, dass die Mitgliedsländer Finanzhilfen mit einem Volumen von 390 Mrd. Euro aus dem EU-Budget beantragen können. In dieser Größenordnung ist das ein Novum. Hinzu kommen Darlehen, sodass das NGEU-Volumen insgesamt 750 Mrd. Euro beträgt.

„Wiederaufbaufonds“ als zentraler Baustein des EU-Budgets

Im Juli wurde der NGEU-Fonds als Teil des Mehrjährigen Finanzrahmens der EU für die Jahre 2021 bis 2027 beschlossen. Dieser beläuft sich auf insgesamt 1,8 Billionen Euro. Mithin wird deutlich, dass NGEU für die Ausweitung des EU-Budgets der kommenden Jahre entscheidend ist, vor allem mit Blick auf die Jahre 2021 bis 2023, in denen das Gros der Zahlungen erfolgt.

Ausstehende Anleihen in Höhe von von 900 Mrd. Euro möglich

Die EU-Kommission wird die Fondsmittel über den Kapitalmarkt finanzieren. Zusammen mit kleineren Emissionsprogrammen (z. B. das EU-Kurzarbeitsprogramm SURE) und den EFSM-Aktivitäten wird sich das Volumen ausstehender EU-Anleihen in wenigen Jahren auf rund 900 Mrd. Euro belaufen. Damit wird die EU zukünftig der **fünftgrößte Schuldner** in Europa sein. Während mit dem Brexit die Rückbesinnung auf nationale Politik für Großbritannien die Oberhand gewonnen hat, geht die EU damit einen großen Schritt in Richtung Vergemeinschaftung. Eine generelle Einführung von Eurobonds ist dies noch nicht. EU-Anleihen werden aber auf Jahre hinaus das Emissionsgeschehen mitbestimmen.

Ralf Umlauf



Deutschland

Gestärkt aus der Krise

Deutschland hat die Corona-Krise noch nicht überwunden. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte allerdings 2020 mit kalenderbereinigt 5,4 % weniger stark einbrechen als im Währungsraum. Der Aufholprozess ist in Gang gekommen. Die Rettungspolitik des Staates hat die Schäden verringert. Zusätzliche Impulse gibt das Konjunkturprogramm von rund 130 Mrd. Euro.

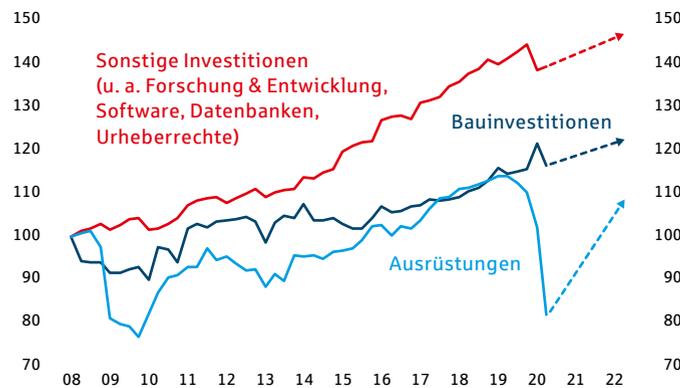
Nach dem Einbruch der Wirtschaftsleistung im Frühjahr und einer kräftigen Gegenbewegung im dritten Quartal wird das Wachstum im Schlussquartal 2020 aufgrund der verschärften Maßnahmen zur Pandemiebekämpfung weitgehend zum Erliegen kommen.



Das Jahr dürfte mit einem kalenderbereinigten Rückgang des Bruttoinlandsprodukts von 5,4 % abschließen. Die Frühindikatoren signalisieren aber eine Fortsetzung des Aufschwungs. 2021 wird die Volkswirtschaft um schätzungsweise 5 % wachsen. Bereits im nächsten Herbst sollte das Vorkrisenniveau wieder erreicht sein.

Investitionen in F&E und Software rasch über Vorkrisenniveau

Reale Bruttoanlageinvestitionen in Deutschland, Index: Q1/2008 = 100



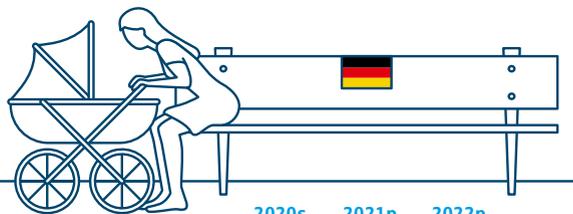
Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Corona-Krise hat den Abstand beim Pro-Kopf-Einkommen zwischen Deutschland und der Eurozone vergrößert.

Im Gegensatz zu Frankreich oder Italien sind die **öffentlichen Konsumausgaben** im Frühjahr 2020 gestiegen. Sie stehen immerhin für ein Fünftel des Bruttoinlandsprodukts und dürften 2020 um 3,5 % zugelegt haben. 2021 ist aufgrund der expansiven Ausgabenpolitik erneut ein Plus von 3 % zu erwarten. Ausgeweitet wurden 2020 insbesondere die monetären Sozialleistungen. Den Einkommensverlust durch Kurzarbeit und gestiegene Arbeitslosigkeit haben die Sozialversicherungen abgepuffert.

Die Zahl der Kurzarbeiter, die zuletzt noch bei etwa 3,3 Millionen lag, dürfte 2021 weiter sinken. Auch die Arbeitslosigkeit sollte zurückgehen. Die Menschen kehren schrittweise in die reguläre **Beschäftigung** zurück. Dies braucht aber Zeit. Der Jahresdurchschnitt der Arbeitslosenzahl liegt 2021 mit voraussichtlich 2,8 Millionen noch um 530.000 Personen höher als 2019.

Die **Konsumausgaben** dürften 2021 um real 5 % zulegen. Die Verbraucher sind allerdings aufgrund der noch angespannten



	2020s	2021p	2022p
Bruttoinlandsprodukt, real % gg. Vj.	-5,0	5,0	1,9
BIP, kalenderbereinigt, real % gg. Vj.	-5,4	5,0	2,0
Private Konsumausgaben, % gg. Vj.	-7,0	5,0	2,0
Staatskonsum, % gg. Vj.	3,5	3,0	2,0
Bruttoanlageinvestitionen, % gg. Vj.	-5,6	5,0	2,0
Ausrüstungsinvestitionen, % gg. Vj.	-18,0	12,0	4,0
Bauinvestitionen, % gg. Vj.	1,0	2,0	1,0
Exporte, % gg. Vj.	-12,0	8,0	4,0
Importe, % gg. Vj.	-10,0	6,5	4,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,5	1,9	2,0
Arbeitslosenquote*, %	6,0	6,1	5,5
Arbeitslose, Tsd.	2.750	2.800	2.500
Budgetsaldo, % des BIP	-6,5	-3,5	-2,5
Leistungsbilanzsaldo, % des BIP	6,7	6,7	6,6

* der gesamten Erwerbspersonen; s = Schätzung, p = Prognose Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Pandemielage in ihren Möglichkeiten vor allem bei Dienstleistungen beschränkt. Profitiert hat der Einzelhandel, wenn auch nicht in allen Bereichen. Das Umsatzniveau der Vorkrisenzeit ist schon überschritten. Gewinner ist vor allem der Internethandel, die Lage im stationären Handel hat sich aber ebenfalls verbessert.

Der Konsumzuwachs geht mit einem Anstieg der verfügbaren Einkommen von nur etwa 4 % einher. Jedoch normalisiert sich das **Sparverhalten** der privaten Haushalte. Die Sparquote dürfte nach dem sprunghaften Anstieg 2020 auf 16 % um drei Prozentpunkte sinken. Gebremst wird der reale Konsumzuwachs 2021 durch einen etwas höheren Deflator. So wird die Mehrwertsteuer zu Jahresbeginn auf ihr ursprüngliches Niveau gesetzt und höhere Energienotierungen wirken preisstärkernd.

Investitionen entscheiden über Wettbewerbsfähigkeit

Die Erholung der globalen Ausrüstungsinvestitionen braucht Zeit. Die Kapazitäten im Verarbeitenden Gewerbe sind noch unterausgelastet, sodass Erweiterungen erstmal nicht vordringlich sind. Zudem hat die scharfe Rezession die Ertragslage der Unternehmen verschlechtert. Seit langem belasten **protektionistische Tendenzen** und die Folgen des Brexit. Dies spürt gerade die deutsche Industrie, die stark auf Kapitalgüter konzentriert ist.

Die **Exporte** dürften 2021 mit einem Zuwachs von 8 % nur einen Teil des vorherigen Rückschlags (2020: -12 %) aufholen. Infolgedessen steigen auch die **Ausrüstungen** im Inland mit **angezogener Handbremse**. So wird es nach dem Einbruch von schätzungsweise 18 % voraussichtlich mehrere Jahre dauern, bis das Vorkrisenniveau erreicht ist. Ausgehend vom niedrigen Niveau dürften die Investitionen in Fahrzeuge und Maschinen 2021 um 12 % zulegen.



Das deutsche **Konjunkturprogramm hilft**, die internationale **Wettbewerbsfähigkeit zu verbessern**, z. B. durch die Absenkung der EEG-Umlage, die degressive Abschreibung, die Verbesserung bei der Forschungsförderung, den steuerlichen Verlustrücktrag sowie die Deckelung der Sozialversicherungsbeiträge auf 40 % bis 2021. Zudem erleichtert die Förderung den deutschen Unternehmen in den Bereichen Elektromobilität, Wasserstofftechnologie, Künstliche Intelligenz (KI) und Quantentechnologie, ihre Position zu verbessern.

Neben den Konsumausgaben des Staates sind 2020 nur die **Bauinvestitionen** um etwa 1 % gestiegen. Auf den Baustellen konnte nahezu ungestört weitergearbeitet werden. Allerdings haben sich die Auftragseingänge bis in den Sommer hinein abgeschwächt. Eine Besserung ist bereits in Gang gekommen. Der Bedarf an neuen Wohnungen und Sanierungen bleibt hoch. Die Normalisierung am Arbeitsmarkt dürfte die bestehende Verunsicherung verringern und die Finanzierungsbedingungen bleiben für Käufer hervorragend. Der öffentliche Bau wird weiterhin von der Ausgabenpolitik der Gebietskörperschaften profitieren. Schwieriger ist die Lage jedoch im Wirtschaftsbau. Insgesamt dürften die Bauinvestitionen 2021 mit 2 % wieder etwas kräftiger zulegen.

Deutschland investiert in die Zukunft

Während die Unternehmen ihre Investitionen in Maschinen und Fahrzeuge 2020 drastisch eingeschränkt haben, fielen die Kürzungen bei Forschung und Entwicklung sowie Software deutlich geringer aus. Sie sind der wesentliche Bestandteil der Investitionen in „Sonstige Anlagen“, deren Anteil an den gesamten Anlagen mittlerweile auf fast 19 % gestiegen ist. Um die Wettbewerbsfähigkeit mit Hilfe neuer Verfahren und Produkte sowie der Digitalisierung von Arbeitsprozessen zu steigern, dürften die Unternehmen

auch in den kommenden Jahren mehr in diese Bereiche investieren. Die deutsche **Industrie spielt im internationalen Vergleich weiter vorne mit.**

Aus der Sozialen Marktwirtschaft darf kein Nanny-Staat werden.

Schutzschirmpolitik und Konjunkturprogramme sind in der besonderen Situation der Pandemie die richtige Antwort auf die entstandenen Schwierigkeiten. Die deutsche Volkswirtschaft kommt wieder in Schwung. Die Wirtschaftspolitik muss deswegen allmählich **an den Rückzug aus dem Wirtschaftsleben denken**. Aus der Sozialen Marktwirtschaft darf kein Nanny-Staat werden. Dies würde zu Lasten der Produktivität und damit der Wettbewerbsfähigkeit gehen.

Das öffentliche Defizit ist 2020 auf schätzungsweise 6,5 % des Bruttoinlandsprodukts hochgeschwollen, deutlich mehr als während der Finanzkrise (2009: –3,2 %). Die **Staatsverschuldung** dürfte um mehr als 10 Prozentpunkte auf dann gut 70 % des Bruttoinlandsprodukts steigen. Dieser finanzielle Kraftakt war problemlos möglich, da der Krise Jahre einer soliden Haushaltspolitik vorangegangen waren. An diese sollte die im Oktober 2021 neu gewählte Regierung rasch wieder anschließen, um mögliche künftige Krisen bewältigen zu können.

Dr. Stefan Mütze

Hessen, Thüringen, Nordrhein-Westfalen und Brandenburg: Mensch ärgere dich nicht!

Deutschland hat einen ausgeprägten föderalen Charakter. Somit ist es nicht verwunderlich, dass die Bundesländer in der Corona-Krise unterschiedliche Lösungsansätze favorisieren. Da ist es wichtig, sich als Politiker und Bürger nicht aufzuregen, besteht doch eine große Unsicherheit im Umgang mit der Pandemie, sodass das Ausprobieren verschiedener Bekämpfungsstrategien sogar sinnvoll sein kann. Und wenn's kritisch wird, funktioniert die Abstimmung in Deutschlands Föderalismus – wie der Beschluss zum neuerlichen Lockdown im November zeigt.

Die Auswahl der folgenden Bundesländer fokussiert auf die Kernregionen der Helaba.

Hessen startet geschwächt in 2021

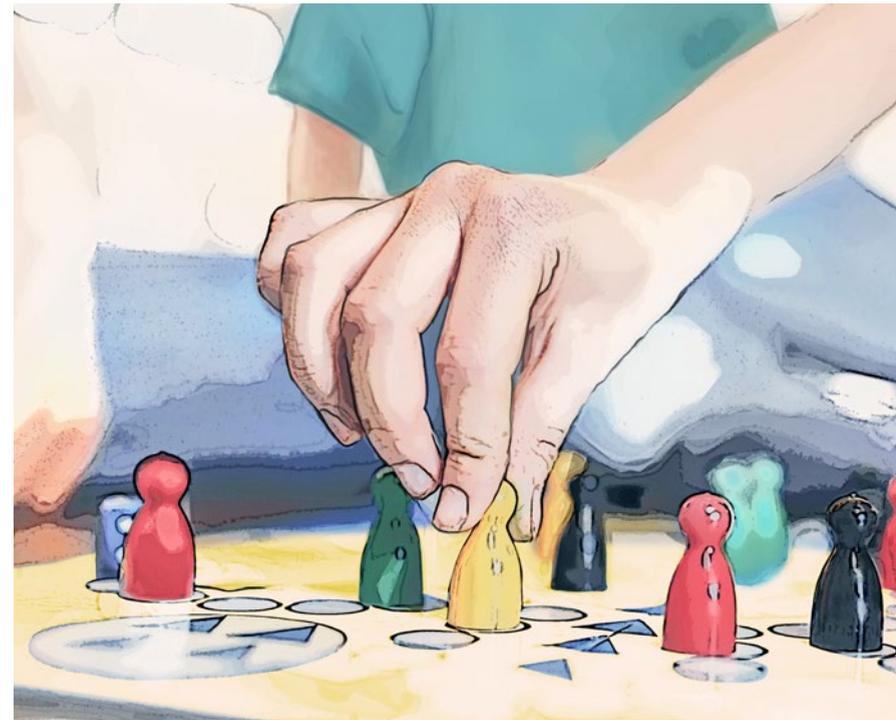
Corona hat Hessen besonders schwer getroffen. Die Zunahme der Arbeitslosenzahl gegenüber dem Vorjahresmonat war im Oktober 2020 mit rund 47.500 um das 7,5-Fache höher als in der Finanzkrise. Die Ursache für diesen drastischen Anstieg liegt in den Dienstleistungsbereichen. So ist das Passagieraufkommen am Frankfurter Flughafen bis September 2020 um rund 75 % niedriger als im Vorjahr. Die Messe Frankfurt kam ebenfalls fast zum Erliegen und das hessische Gastgewerbe musste in den ersten sieben Monaten 2020 Umsatzeinbußen von 43 % hinnehmen, bei einem Minus von 36 % in Deutschland insgesamt.

Die Industrie in Hessen verzeichnete zwar abnehmende Umsätze, doch hat die Erholung dort schon eingesetzt, sodass der Rückgang 2020 bei weniger als 10 % liegen dürfte. Der Einzelhandel, der auch Onlineverkäufe beinhaltet, kann sogar eine Zunahme von preisbereinigt 2,5 % verbuchen und in der Baubranche ergibt

sich ebenfalls ein Plus. In der Summe dürfte das hessische BIP 2020 um etwa 6 % sinken, bei einem gesamtdeutschen Durchschnitt von –5 %. Der Aufschwung 2021 könnte sich mit einem Wachstum von 5 % genauso dynamisch wie in Deutschland zeigen.

Thüringen kann ausgleichen

Die Corona-Krise haben die thüringischen Industriebetriebe bisher etwas besser überstanden und das Umsatzminus sollte 2020 deutlich unter 10 % liegen. Dafür waren die Hersteller von Nahrungsmitteln hauptverantwortlich. Ihre Produkte waren nicht nur im Lockdown gefragt, wie das Umsatzplus in den ersten acht Monaten 2020 von 16 % gegenüber 2,6 % bundesweit belegt. Andere Industriebranchen wie der Automobilbau und die Produzenten von Metallereugnissen spürten die Pandemie ganz erheblich. Der Anstieg der Arbeitslosenzahl war in Thüringen





im Oktober 2020 mit 18 % geringer als im Durchschnitt aller Bundesländer mit 25 %. Das thüringische Wirtschaftswachstum müsste ausreichen, um über die Jahre 2020 und 2021 hinweg zu stagnieren. Dies ist eine gute Nachricht – dürften viele Staaten Ende 2021 noch weit von ihrem Vorkrisenniveau entfernt sein.

Nordrhein-Westfalen etwas weniger betroffen

Anfang 2020 standen die Zeichen auch in Nordrhein-Westfalen (NRW) auf wirtschaftliche Erholung. Doch dann kam alles anders. Die Industrie in NRW musste heftige Rückgänge hinnehmen. Inzwischen ist der Tiefpunkt durchschritten. Ein Minus von etwa 10 % wird aber 2020 unvermeidlich sein. Der Tourismus arbeitet seit Frühjahr in einem mehr oder weniger starken Lockdown. Der Einnahmeausfall von 35 %, bedeutet für viele Gastbetriebe einen Existenzkampf, den nicht alle gewinnen können.

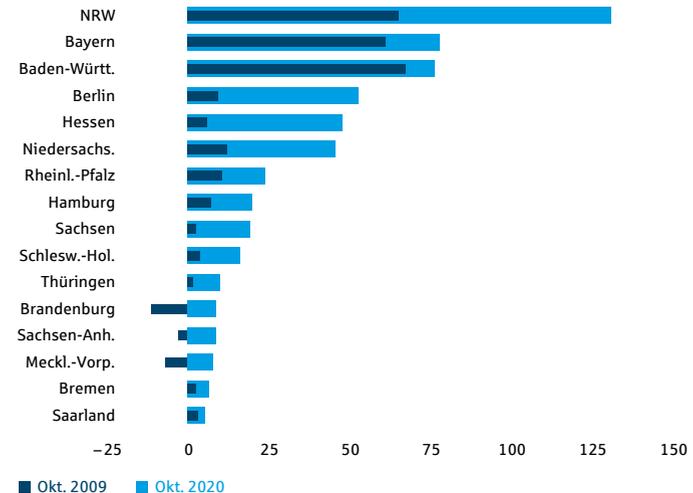
In NRWs Einzelhandel ist dagegen ein realer Umsatzzuwachs zu verzeichnen, der 2020 mit 2,5 % sogar in der Größenordnung von 2019 – einem besonders starken Jahr – liegt. Gewinner sind der Versand- und Internethandel, Super-, Elektro-, Garten- und Baumärkte, Apotheken sowie Sporthändler. Andere Einzelhändler haben dagegen schwer zu kämpfen. Die gesamtwirtschaftliche Schrumpfung dürfte 2020 in NRW voraussichtlich unter 5 % liegen und damit wie in der Finanzkrise etwas geringer sein als im Bundesdurchschnitt. Vorausgesetzt, es kommt im neuen Jahr nicht wieder zu wochenlangen strengen Lockdowns, könnte das Wachstum in NRW bei rund 5 % liegen.

Brandenburg kommt glimpflich durch die Krise

Die Wirtschaftsstruktur Brandenburgs hat ihre eigenen Akzente. Die Industrie hat dort nur einen Anteil von 13 % (Deutschland 22 %). Dafür sind die Dienstleistungsbranchen und der Staatssektor

Arbeitsmarkt: Corona-Krise heftiger als Finanzkrise

Arbeitslose: absolute Veränderung gegenüber Vorjahresmonat in Tsd.



Quellen: Bundesagentur für Arbeit, Helaba Volkswirtschaft / Research

überdurchschnittlich vertreten. Dies hat schon in der Finanzkrise den Einbruch abgefedert, sodass die Minusrate in Brandenburg damals nur 2,8 % und in Berlin 1,1 % betrug. Eine ähnliche Entwicklung dürfte 2020 eintreten – allerdings weniger ausgeprägt, da diesmal auch etliche Dienstleistungen von der Krise betroffen sind. Mit etwa 4 % dürfte der Rückgang um einen Prozentpunkt geringer sein als im Bundesdurchschnitt. Für 2021 ist eine Gegenbewegung von gut 5 % zu erwarten, wenn sich mit dem Abklingen der Pandemie der Reiseverkehr belebt und die Kapazitäten am gerade eröffneten Flughafen Berlin-Brandenburg mit Betriebssamkeit gefüllt werden.

Barbara Bahadori



Frankreich

Verunsicherungen

Frankreich wird erneut stark von der Pandemie heimgesucht. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte zum Jahresende sinken, der Aufschwung setzt sich jedoch nach dieser Zwangspause 2021 fort.

In Frankreich dürfte der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts 2020 mit schätzungsweise 8,7 % etwas stärker ausfallen als in der Eurozone. Grund hierfür war der lange und harte Lockdown im Frühjahr. Der Konsum hat im Hexagon traditionell eine höhere Bedeutung als beispielsweise in Deutschland. Sein Anteil inklusive der öffentlichen Ausgaben liegt bei fast 77 % des BIP, und damit vier Prozentpunkte höher als hierzulande. Der erneute Anstieg der Corona-Fallzahlen belastet nun das Verbrauchervertrauen. Die erneut von der Regierung beschlossenen Ausgangssperren zur Eindämmung der Pandemie werden zu einem **Rückschlag** des begonnenen **Konsumaufschwungs** führen. Die Ausgaben der



privaten Haushalte dürften im Gesamtjahr 2020 um 7 % einbrechen. 2021 ist eine ähnlich starke Gegenbewegung zu erwarten.

Der stärkere Wirtschaftseinbruch erklärt sich auch damit, dass die öffentlichen Konsumausgaben in Frankreich im ersten Halbjahr 2020 stark gesunken sind, während sie in Deutschland zulegten. In diesem Segment hat ebenfalls eine Gegenbewegung begonnen, die sich 2021 fortsetzen dürfte. Zudem versucht die französische Regierung, mit einem **Konjunkturprogramm in Höhe von 100 Mrd. Euro** die Wirtschaft anzukurbeln. Es enthält die Senkung gewinnunabhängiger Unternehmenssteuern in einer Größenordnung von 20 Mrd. Euro. Zusätzlich werden die Digitalisierung sowie der ökologische Umbau mit Investitionen in den Schienenverkehr, in erneuerbare Energien und in die Wärmeisolierung von Gebäuden gefördert. Die Maßnahmen werden ab 2021 zu mehr Investitionen in Ausrüstungen und Bauten führen.



	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	-8,7	8,0	2,3
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,5	1,3	1,7
Arbeitslosenquote, %	7,6	8,3	7,6

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research



Die Importe dürften 2021 stärker zulegen als die Exporte, zumal die Binnennachfrage stimuliert wird und der stärkere Euro belastet. Damit bremst der Außenhandel erneut. Insgesamt dürfte die französische Volkswirtschaft um 8 % zulegen.

Auf der **Schattenseite der Corona-Maßnahmen** stehen die **öffentlichen Finanzen** – trotz der knapp 40 Mrd. Euro, die Frankreich aus dem EU-Aufbauplan erwartet. Nicht nur, dass das öffentliche Defizit 2020 von 3 % auf schätzungsweise 11 % des BIP hochschnellen wird. Auch klettert die Staatsverschuldung, die 2019 bereits 98 % betrug, auf etwa 120 % des BIP. Hieran wird sich auch 2021 nichts Wesentliches ändern. Sollte jemals ernsthaft versucht werden, die Quoten zurückzuführen, würde dies einen Verzicht auf Stimulierung bedeuten.

Dr. Stefan Mütze

Italien

Hilfe aus Brüssel

Dem wachstumsschwachen Italien werden erhebliche Mittel aus dem europäischen Aufbauprogramm zufließen. Das dürfte helfen, die tiefe Rezession zu überwinden. Ob die strukturellen Probleme angegangen werden, bleibt abzuwarten.

Italien hat ein langfristiges Wachstumsproblem. In den zehn Jahren bis 2019 stieg das Bruttoinlandsprodukt preisbereinigt nur um jahresdurchschnittlich 0,3 %. Nie gelöste **strukturelle Probleme** haben dies mitverursacht. Dann kam Corona mit einem

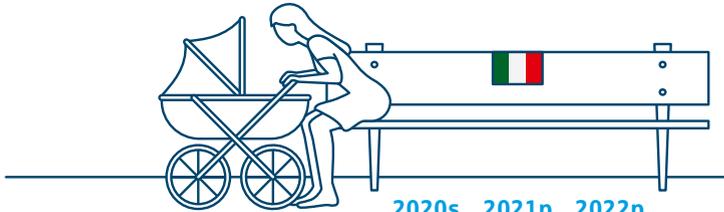


BIP-Einbruch von 8,3 %. Das Land litt im Frühjahr unter einem langen und harten Lockdown.

Auch Italien hat zuletzt verschärfte Anti-Corona-Maßnahmen ergriffen, um dem Wiederaufflammen der Pandemie entgegenzuwirken. Unterstützt durch die erwarteten ersten Zahlungen aus dem EU-Aufbauplan dürfte 2021 das **Wachstum** zwar **6 %** erreichen. Trotzdem wird die gesamtwirtschaftliche Leistung ihr Vor-Corona-Niveau voraussichtlich erst 2023 erreichen.

Die **Arbeitslosigkeit**, die aufgrund statistischer Verzerrungen im Frühjahr zu niedrig ausgewiesen wurde, dürfte in den nächsten Monaten weiter steigen. Dies dämpft den Konsum, zumal die Tariflöhne kaum zulegen. Stark getroffen ist weiterhin der Dienstleistungssektor, insbesondere der Tourismus.

Vor dem Hintergrund der Corona-bedingt verschlechterten Eigenkapitalbasis gerade bei vielen italienischen Kleinunter-



	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	-8,3	6,0	1,7
Inflationsrate, % gg. Vj.	-0,2	0,8	1,1
Arbeitslosenquote, %	9,3	10,3	9,6

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

nehmen dürften auch die Investitionen nur mit angezogener Handbremse in den Aufholprozess starten. Allerdings ist für 2021 mit dem **Beginn des Geldsegens aus der EU** zu rechnen. Italien dürfte sich zuerst auf die rund 65 Mrd. Euro konzentrieren, die es als nicht rückzahlbare Transfers bekommt. Inklusiv der Kredite belaufen sich die Mittel sogar auf 205 Mrd. Euro. Geplant werden Projekte in der Infrastruktur sowie u. a. in den Schlüsselbereichen Digitalisierung, ökologische Transformation und Bildung.

Bis 2026 wird Italien stärker expandieren, auch wenn sich die Umsetzung der Projekte verzögern kann. Das **zusätzliche Wachstum** dürfte maximal einen halben Prozentpunkt erreichen. Bereits vor dem Beschluss über europäische Hilfen wurden mit zwei Dekreten Schutzschirm- und konjunkturpolitische Maßnahmen auf den Weg gebracht. Um die Wirksamkeit der Hilfsprogramme zu erhöhen und deren Umsetzung zu beschleunigen, wären Reformen in der Verwaltung und im Justizsystem notwendig. Dies würde die Wettbewerbsfähigkeit des Landes steigern.

Dr. Stefan Mütze

Spanien

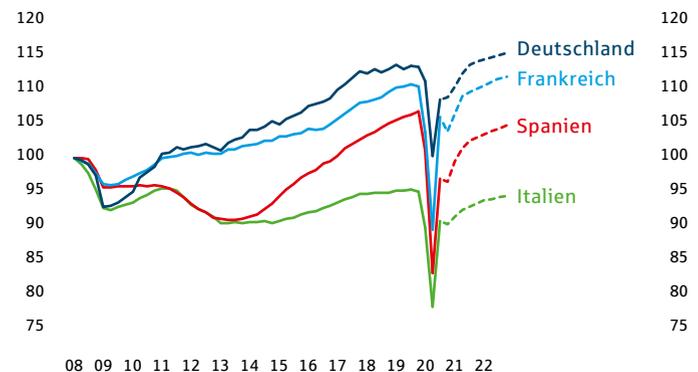
Keine gemeinsame Strategie

Spanien gehört neben Italien zu den großen Profiteuren der EU-Hilfen. Trotzdem bleibt der Aufschwung fragil. Die Politik schafft es nicht, gemeinsam die Krise zu bekämpfen. Sorgenkind ist der wichtige Tourismus.

Im zweiten Quartal 2020 hatte Spanien den stärksten Wirtschaftseinbruch unter den großen Vier der Eurozone und der begonnene Aufschwung ist fragil. Nach einem Rückgang von 11 % dürfte das Bruttoinlandsprodukt 2021 um 7,5 % zulegen. Die Staatsverschuldung wird schätzungsweise durch die Corona-Krise 2020 um 25 Prozentpunkte auf rund 120 % des BIP steigen.

Italien und Spanien noch lange unter Vorkrisenniveau

Reales Bruttoinlandsprodukt, Index: Q1 / 2008 = 100



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft / Research



Auf dem Arbeitsmarkt kam es zu einer ersten Stabilisierung, allerdings ist die Zahl der **Arbeitslosen** seit dem Beginn der Corona-Krise um 700.000 auf über 3,8 Millionen gestiegen. Erschwerend ist die große Bedeutung des **Tourismus** für Spanien. Dieser Sektor, von dem etwa 12 % der Beschäftigten abhängig ist, liegt am Boden. Eine Aufhebung der europäischen Reisewarnungen ist nicht absehbar.

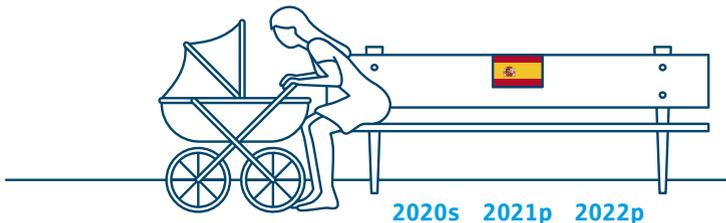
Insofern ist es nicht verwunderlich, dass die spanischen Verbraucher im europäischen Vergleich zurzeit besonders pessimistisch sind. Der **Konsum** dürfte nach dem überdurchschnittlichen Rückgang von rund 13 % 2021 nur gut die Hälfte aufholen. Da die Exporte voraussichtlich stärker zulegen als die Importe, wird der spanische **Außenhandel** einen positiven Wachstumsbeitrag leisten.

Die **Investitionen** dürften insgesamt nur mäßige Zuwächse aufweisen. Aufgrund der schwierigen wirtschaftlichen Lage vieler Haushalte bleiben die Impulse vom Wohnungsbau verhalten. Wegen der unterausgelasteten Kapazitäten stehen Erweiterungen bei vielen Unternehmen nicht auf der Tagesordnung. Spanien gehört jedoch zu den großen Profiteuren des **EU-Aufbauplans**. Die Hilfen für Madrid belaufen sich auf rund 140 Mrd. Euro. Davon



sind 72 Mrd. Euro nichtrückzahlbare Transfers, die zuerst in Anspruch genommen werden sollen. Im parlamentarischen Planungsprozess sind u. a. Digitalisierungsprojekte und Maßnahmen für den ökologischen Umbau. Die Programme dürften helfen, die Produktivität der spanischen Wirtschaft zu erhöhen.

Unsicher ist aber, ob der Minderheitsregierung eine Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit wirklich gelingt. Selbst in großen Krisen können sich **die politischen Parteien kaum einigen**. Noch ist der bereits zweimal verlängerte Finanzplan der konservativen Vorgängerregierung in Kraft und für 2021 steht ein Haushaltsplan aus. Auch ist der **Reformeifer** der spanischen Regierung **erlahmt**. So müsste zur Begrenzung der ausufernden Kosten dringend das Rentensystem verändert werden.



	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	-11,0	7,5	2,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	-0,4	0,6	1,1
Arbeitslosenquote, %	15,7	16,5	15,5

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Dr. Stefan Mütze



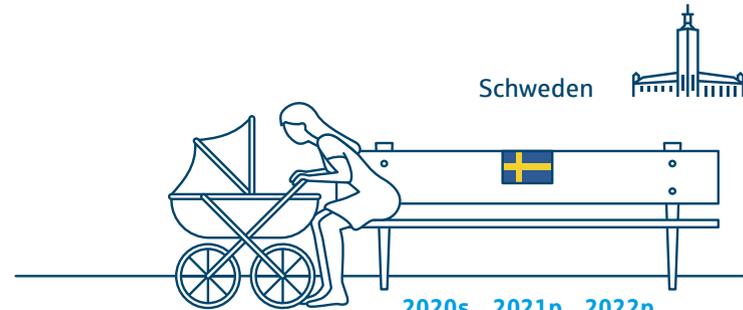
Schweden

Auf eigene Faust

Bei der Pandemie-Bekämpfung hat Schweden bislang einen ganz eigenen Weg eingeschlagen. Dies prägt auch die wirtschaftliche Entwicklung 2021.

Die Minderheitsregierung aus Sozialdemokraten und Grünen folgte den Empfehlungen ihres Chef-Epidemiologen und führte **weder einen Corona-Lockdown noch eine Maskenpflicht** ein. Läden und Cafés blieben geöffnet. Da außerdem das BIP besser als im EU-Durchschnitt ins Jahr gestartet war, fällt die Rezession 2020 mit voraussichtlich $-4,1\%$ vergleichsweise mild aus (EU: $-6,8\%$). Allerdings wurde im In- und Ausland aufgrund der überproportional hohen Anzahl an Todesfällen auch heftige Kritik am „schwedischen Weg“ geübt.

Der konjunkturelle Aufholbedarf ist 2021 geringer als in anderen Ländern. Die Angst vor Ansteckung wird die **Binnenwirtschaft und den Tourismus** noch bremsen, solange kein Impfstoff verfügbar ist. Auch die Dynamik des Aufschwungs bei den Handelspartnern



	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	-4,1	3,2	2,8
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,5	1,4	2,0
Arbeitslosenquote, %	8,5	8,5	8,0

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

wird angesichts von Warenexporten in Höhe von rund einem Drittel des BIP eine wichtige Rolle spielen. Insgesamt kann mit einem Wachstum von $3,2\%$ gerechnet werden. Sein Vorkrisenniveau dürfte das BIP aber nicht vor 2022 erreichen.

Großzügige Hilfen

Unterstützung kommt von einem breiten Maßnahmen-Spektrum: Die **Riksbank** hat den Repozatz nicht erneut gesenkt, reduzierte aber den Zins für kurzfristige Refinanzierungsgeschäfte auf das Allzeittief von $0,1\%$. Durch Anleihekäufe von bis zu 10% des BIP sowie zusätzliche Kreditmöglichkeiten für Unternehmen und Banken ist die Geldpolitik stark expansiv ausgerichtet. Die Zentralbank hat bereits eine Fortführung dieses Kurses signalisiert. Mit einer weiteren Lockerung ist 2021 zu rechnen, wenn die Notenbank etwa die schwedische Wettbewerbsfähigkeit durch Wechselkursentwicklungen gefährdet sieht.

Auch die Regierung hat **großzügige fiskalische Hilfen** bereitgestellt: Für 2020 sind Zuschüsse, Liquiditätshilfen und Garantien verfügbar, die sich bei voller Nutzung auf bis zu 17% des BIP belaufen. Für die beiden Folgejahre sind konjunkturstützende Maßnahmen in Höhe von je rund 2% des BIP vorgesehen.

Marion Dezenter





Polen, Tschechien, Ungarn

Vorschriften – nein danke!

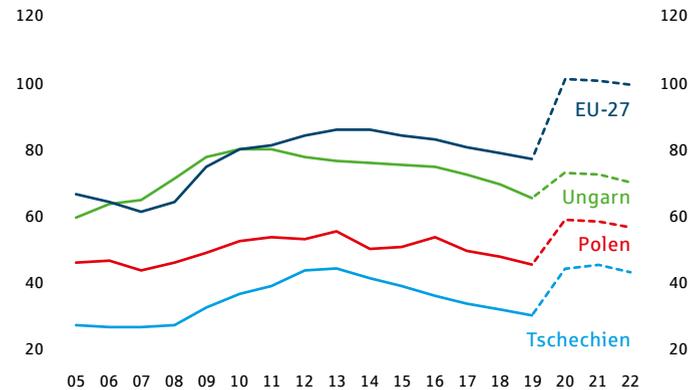
Die Stärke des Aufschwungs wird in den drei Ländern von der unterschiedlichen Wirtschaftsstruktur geprägt. Gemeinsam ist ihnen ein Trend hin zu (wirtschafts-)politischer Eigenständigkeit.

Polen mit seinem **großen Binnenmarkt** kommt wohl am besten durch die Krise. Nach der Rezession 2020 dürfte das Wachstum 2021 um 3,5 % zulegen. Tschechien, das mit einem Exportanteil von 80 % des BIP stark vom **Automobilektor** geprägt ist, haben die Unterbrechung der Lieferketten und die Schließung von Fertigungsstätten deutlich mehr zu schaffen gemacht. Zwar ist die Konjunktur bei wichtigen Handelspartnern wie Deutschland von kräftigen Nachholeffekten geprägt. Jedoch ist die Bremswirkung durch die zweite Corona-Welle in Tschechien besonders heftig und strahlt auf 2021 aus. Das Wirtschaftswachstum dürfte hier bei gut 3 % liegen.



Zentraleuropa: Verschuldung im Vergleich noch moderat

Öffentlicher Schuldenstand, % des BIP



Quellen: Eurostat, Helaba Volkswirtschaft / Research

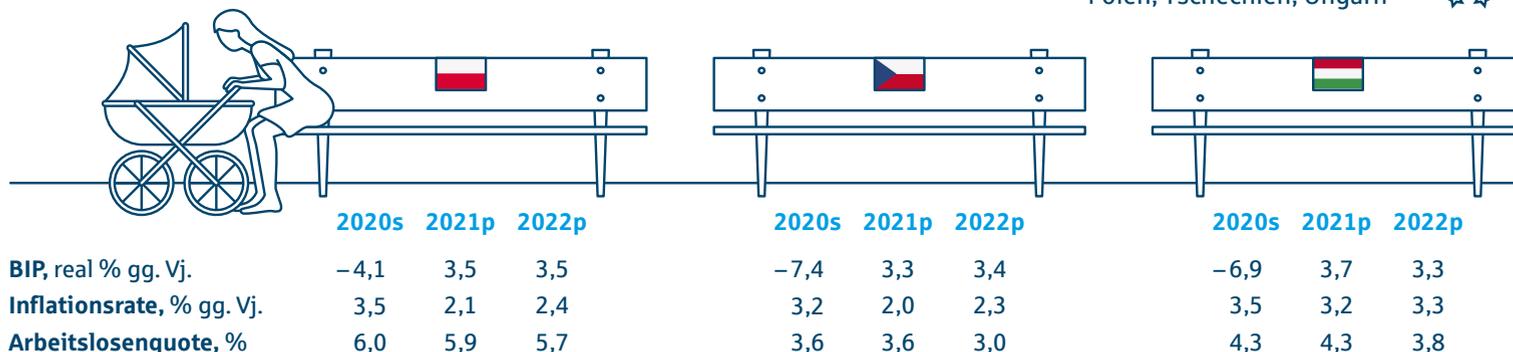
In Ungarn ist die Abhängigkeit von der Industrie ähnlich. Zusätzlich belasten Einbußen im wichtigen **Tourismussektor**, die 2021 noch spürbar sein dürften. Denn es ist anzunehmen, dass der internationale Reiseverkehr auch mittelfristig einem schwächeren Trend folgt. Daher sind für 2021 nur 3,7 % Wachstum zu erwarten.

Maßregelung durch „EU-Nanny“ unerwünscht

Die Pandemie hat besonders in Polen und Ungarn die Betonung der **nationalen Eigenständigkeit** verstärkt. Hier praktizieren die rechtskonservativen Regierungen seit Jahren eine spendable, aber auch bevormundende Politik mit Wohltaten für alle, die in das bevorzugte Weltbild passen.



Polen, Tschechien, Ungarn



s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Gleichzeitig wird die Einmischung der EU in Fragen der **Rechtsstaatlichkeit** als Übergriff empfunden. Die Kopplung von Zuschüssen aus dem EU-Wiederaufbauprogramm an Rechtsstaatlichkeitskriterien dürfte eine knifflige Aufgabe bleiben.

Die Pandemie hat den Trend zur nationalen Eigenständigkeit verstärkt.

Autonomie prägt auch die **Geldpolitik** der drei Länder: So wurden die Leitzinsen auf bzw. in die Nähe von Allzeittiefs gesenkt und Reservevorschriften abgeschwächt. In Polen und Ungarn lockerten die Notenbanken zudem die Geldpolitik über umfangreiche Anleihekäufe.

Diese Eigenständigkeit aufzugeben dürfte den Ländern schwerfallen, sodass ein Beitritt zur Währungsunion in nächster Zeit noch unwahrscheinlicher geworden ist als bislang schon. Alle drei Währungen haben gegenüber dem Euro abgewertet. Die **Wechselkurse** notieren deutlich oberhalb früherer Durchschnittswerte und setzen damit auch Inflationsimpulse. Mit einer nachhaltigen Aufwertung ist vor dem Ende der Pandemie-Sondersituation nicht zu rechnen.

Verschuldungsanstieg nicht ohne Risiken

Umfangreiche staatliche Zuschüsse an Unternehmen, Kreditgarantien, Steuererleichterungen und andere Hilfsprogramme hinterlassen über 2020 hinaus **Spuren in den öffentlichen Defiziten und Verschuldungsquoten**. Parlamentswahlen in Tschechien im Oktober 2021 und in Ungarn im April 2022 rücken den Schuldenabbau weiter in den Hintergrund.

Zwar bleiben alle drei Länder beim öffentlichen **Schuldenstand** deutlich unter den Werten anderer EU-Mitglieder. Tschechien hält mit rund 45 % sogar einen komfortablen Abstand zur Maastricht-Grenze von 60 % des BIP. Vorsicht ist aber geboten. Denn was in der aktuellen Niedrigzinsphase problemlos ist, kann bei einem Zinsanstieg zum Schreckgespenst werden: Ein hoher Schuldendienst würde dann die fiskalischen Handlungsspielräume empfindlich einschränken. Die helfende Hand der EU in Form von Zuschüssen und Krediten aus dem **Wiederaufbauprogramm**, aus dem die Länder bis Ende 2022 Zuwendungen von rund 2 bis 4 % ihres BIP erhalten sollen, entlastet die eigenen Finanzen und ist daher bei aller Eigenständigkeit sehr willkommen.

Marion Dezenter



Großbritannien

Befreiung von der EU-Nanny

Endlich frei – das denken die Brexit-Hardliner mit dem Ablauf der Übergangsfrist Ende 2020. Brechen nun rosige Zeiten an? Viel schlimmer als derzeit kann es in Großbritannien kaum werden – was mit den schweren Folgen der Corona-Pandemie zu erklären ist. Immerhin wird die britische Wirtschaft 2021 deutlich wachsen. Der Brexit wird dennoch negative Konsequenzen mit sich bringen.

Nach quälenden Jahren der Verhandlungen wird eine Entscheidung über das **zukünftige Verhältnis** zwischen Großbritannien und der EU getroffen – der offizielle Austritt erfolgte am 31. Januar 2020. Selbst wenn noch Hürden zu nehmen sind, ist ein Abkommen realistisch. Ab 2021 müssen

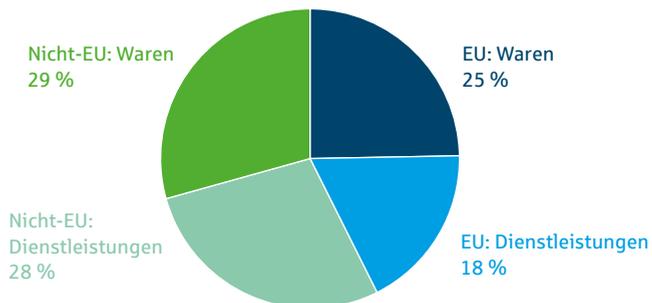
sich Ex- und Importeure umstellen. Zollformalitäten werden fällig. Schwierigkeiten an der Grenze sind zum Jahresanfang unvermeidlich. Standards im Warenhandel könnten angepasst werden. Der Dienstleistungshandel wird erschwert. Der Unterschied zu einem „harten“ Bruch mit der EU wirkt gar nicht mehr so groß, zumindest langfristig. In dem Fall gäbe es dann allerdings Zölle auf WTO-Basis, rechtliche Unsicherheiten und ein deutlich längeres Chaos an der Grenze – was das britische Wachstum 2021 spürbar verringern würde.

Brexit-Belastungen dominieren

Die Vorteile des Brexit sind...? Ok, die vage Hoffnung auf für die Briten günstigere Freihandelsabkommen mit anderen Staaten. Die Briten können zwar mehr selbst regulieren, jedoch nicht da, wo sie Geschäfte mit der EU machen wollen. Dass Großbritannien ein wenig reguliertes „Singapur an der Themse“ wird, passt auch dort kaum in die politische Landschaft.

EU wichtigste Exportregion – vor allem bei Waren

Britischer Export von Waren und Dienstleistungen 2019, Anteil in %



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

„Brexit means Britain can no longer blame EU for nanny state nonsense.“

Baylen J. Linnekin, Experte für Lebensmittelpolitik

Selbst die konservative Regierung plant verstärkte staatliche Eingriffe. Der Produktionsstandort wird durch eine komplizierte Handelsgrenze unattraktiver. Die Dienstleistungsexporte bedeuten für kaum ein anderes entwickeltes Land so viel. Die EU ist hier – anders als bei den Waren – nicht die dominierende Destination. Einen Teil der Geschäfte bzw. der Gewinne dürften britische Unternehmen aber verlieren. Im Trend wird das **Wachstum beeinträchtigt**. Damit wird sich für den Staat wohl nicht einmal die Ersparnis der EU-Beiträge finanziell auszahlen. Freiheit hat eben ihren Preis.



Konjunktur erholt sich vom Einbruch

Die britische Wirtschaft muss mit der Corona-Pandemie, die das Land besonders schwer traf, eine kurzfristig noch größere Aufgabe als den Brexit bewältigen. Der BIP-Einbruch 2020 von 10,7% wird sich nicht wiederholen, das Wachstum ist bereits angesprungen. Die Konsumenten zeigen sich wieder ausgabefreudig. Die staatlichen Hilfen federn die Einkommensverluste ab. Allerdings wird die Arbeitslosigkeit zunehmen. Da zudem manche Restriktionen vorerst weiterbestehen bzw. zeitweise sogar verschärft werden, bleibt der private Verbrauch unter dem Vorkrisenniveau. Die Unternehmensinvestitionen liefen schon vor Corona mit angezogener Handbremse. Die Gegenbewegung nach dem Einbruch wird noch von den Unsicherheiten gedämpft. Im Verlauf von 2021 dürften die Investitionen aber spürbar anziehen, weil dann **mehr Klarheit** sowohl hinsichtlich der Pandemie als auch des Brexit herrscht.



	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	-10,7	5,7	2,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,0	2,4	2,3
Arbeitslosenquote, %	5,0	6,2	5,2

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Der britische Staat zeigt sich sehr spendabel. Angesichts der immensen Haushaltsdefizite kann er aber nicht ständig Fiskalpakete nachlegen. Der Kollaps der Importe verbesserte die Handelsbilanz 2020 massiv. Im Folgejahr wird sich der britische Saldo verschlechtern, zumal sich der EU-Austritt auswirken wird. Trotz aller Probleme und selbst bei neuerlichen Corona-Restriktionen oder gar einem Brexit-Chaos wird die britische Wirtschaft 2021 wachsen. Solange sich diese Belastungen in Grenzen halten, dürfte das **Bruttoinlandsprodukt um 5,7%** zunehmen.

Trotz höherer Inflation – Bank of England hält Kurs

Die **Inflation** wird 2021 von **1% auf 2,4%** klettern. Höhere Energiepreise, der Wegfall von Sondermaßnahmen wie spezifische Mehrwertsteuersenkungen, eine allgemeine Nachfragebelebung sowie wohl auch höhere Brexit-bedingte Importkosten steigern die Teuerung. Da die Bank of England derzeit mehr über Negativzinsen fabuliert, wird der Leitzins von 0,1% bestimmt nicht angehoben. Ihr aktuelles Anleihekaufprogramm dürfte aber nach der angekündigten Ausweitung Ende 2021 auslaufen.

Christian Apelt, CFA





USA

Uncle Sam wird's schon richten

US-Regierung, Kongress und Notenbank haben mit fiskal- und geldpolitischen Eingriffen in vorher unbekanntem Ausmaß auf die Pandemie und die ökonomischen Schäden durch den Lockdown reagiert. Der Rekordstimulus hat dazu beigetragen, dass die amerikanische Wirtschaft sehr schnell und deutlich wieder auf einen Wachstumspfad eingeschwenkt ist.

Wir rechnen für 2021 mit einem Wachstum von fast 4 %, was den US-Output bis Ende des Jahres wieder grob auf sein Vorkrisenniveau bringen würde. Angesichts eines Trendwachstums von knapp 2 % pro Jahr ist per saldo eine Stagnation über 24 Monate aber ein schwaches Ergebnis. Die Arbeitslosenquote wird Ende 2021 voraussichtlich noch immer etwa zwei Prozentpunkte höher liegen als im Februar 2020.

Der IWF schätzt den Fiskalimpuls 2020 auf über acht Prozentpunkte am BIP, verglichen mit gut zwei Prozentpunkten in der Finanzkrise 2009. Viele Haushalte hatten mit Hilfe von Uncle Sam im Frühjahr 2020 sogar mehr Geld in der Tasche als vor der Krise.

Der Gipfel der staatlichen Impulse für die US-Wirtschaft dürfte bereits erreicht oder überschritten sein. Zwar hat der voraussichtlich nächste US-Präsident, der Demokrat Joe Biden, umfangreiche kurz- und mittelfristige Ausgabepäne im Gepäck. Ohne eine Mehrheit im Senat wird es ihm aber schwerfallen, diese in vollem Umfang umzusetzen. Zunächst steht sowieso primär die Bekämpfung der Pandemie auf der Agenda.

Der **zukünftige Handlungsspielraum in der Fiskalpolitik ist beschränkt**. Laut dem überparteilichen Congressional Budget



Office (CBO) hat der Schuldenstand des Bundes bereits 2020 durch die Pandemie-Notmaßnahmen den vorherigen Rekordwert kurz nach dem Zweiten Weltkrieg (rund 106 % am BIP) fast erreicht. Unter den Annahmen der CBO-Basisprojektion (insbesondere unveränderte Steuer- und Ausgabenregelungen) würde dieser Wert in den kommenden Jahren weiter zunehmen. Vor allem durch den demografischen Wandel droht dann ein beschleunigter Aufwärtstrend, der – wenn nicht stabilisierend eingegriffen wird – den Schuldenstand bis 2040 auf fast 150 % des BIP steigen lassen würde.



Keine Staatspleite „Made in USA“

So weit wird es wohl nicht kommen. Aber diese Zahlen unterstreichen, dass sich die Schuldenlage selbst ohne zusätzliche Steuersenkungen oder Ausgabenprogramme verschlechtern würde. Für 2021 ist mit einem **weiteren Konjunkturpaket** zu rechnen. Im Gegensatz zur EU sind die stimulierenden Maßnahmen in den USA noch hauptsächlich kurzfristig ausgerichtet. Dennoch sollte die Finanzpolitik 2021 von einem konjunkturellen Rücken- zu einem Gegenwind werden. Die Dynamik der Erholung dürfte in diesem äußerst ungewöhnlichen Zyklus jedoch kräftig genug sein, um dies zu vertragen zu können.

„Fragt nicht, was euer Land für euch tun kann – fragt, was ihr für euer Land tun könnt.“

John. F. Kennedy (1917–1963)

USA: Staatsschulden gehen durch die Decke

Schulden des Bundes, % am BIP*



* „marketable debt held by the public“, ab 2020 Basis-Projektion des CBO

Quellen: Congressional Budget Office, Helaba Volkswirtschaft / Research



	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	-3,6	3,8	2,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	1,3	3,3	2,5
Arbeitslosenquote, %	8,0	5,8	5,0

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Die **Notenbank** hat in der Krise die Finanzmärkte und die Kreditvergabe stabilisiert und ist dabei aus unserer Sicht sogar über das hinausgeschossen, was angemessen war. Vor dem Hintergrund der Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie und der noch immer sehr hohen Arbeitslosigkeit ist ein baldiger Kurswechsel aber unwahrscheinlich.

Die **Teuerung** wird für die Fed kurzfristig kaum zu einem Problem werden. Wir gehen zwar davon aus, dass die Gesamtinflation 2021 auf über 3 % anziehen wird. Dabei wird allerdings der unterstellte Anstieg des Rohölpreises um gut 50 % bis Ende 2021 eine wichtige Rolle spielen. Die Kernrate ohne Energie und Nahrungsmittel dürfte ebenfalls höher ausfallen. Sie wird sich aber wohl in einer Größenordnung bewegen, mit der die Fed leben kann – zumal sie im Rahmen ihrer Strategiereform die Preisniveaustabilität nun offenbar geringer gewichtet als das Ziel der Vollbeschäftigung. Angesichts der erwarteten konjunkturellen Erholung und der dennoch auf absehbare Zeit bei null verharrenden Leitzinsen sollte die Tragfähigkeit der Staatsschulden in den USA 2021 kein großes Thema sein. Die Fed dürfte ihre Notmaßnahmen daher im Jahresverlauf auslaufen lassen.

Patrick Franke



Japan

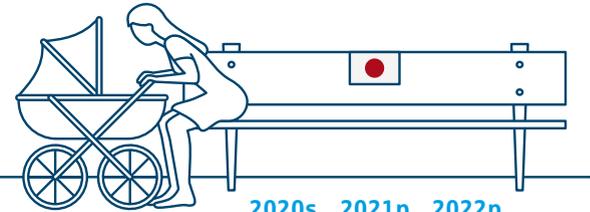
Immense Staatsverschuldung

Nach einer tiefen Rezession ist für 2021 ein moderates Wachstum zu erwarten. Hierbei ist die wirtschaftspolitische Unterstützung sehr groß.

In der drittgrößten Volkswirtschaft der Welt gab es im September einen Wechsel an der Führungsspitze. Vorerst dürfte die **neue Regierung** unter Yoshihide Suga eine im Kern ähnliche Wirtschaftspolitik betreiben wie zuvor Shinzo Abe. Während der sogenannten „Abenomics“ kam es zu einer langjährigen Expansionsphase bei einer engen Beziehung zwischen Geld- und Fiskalpolitik.

Der Kern der „Abenomics“ dürfte von der neuen Regierung erst einmal fortgeführt werden.

Um die japanische Volkswirtschaft durch eine Yen-Schwächung zu stimulieren und Deflationstendenzen durch eine reichliche Liquiditätsversorgung zu verhindern, verfolgt die **Bank of Japan** einen ultralockeren Kurs und ist sehr aktiv beim Ankauf von



	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	-6,2	2,2	1,2
Inflationsrate, % gg. Vj.	0,0	0,3	0,5
Arbeitslosenquote, %	3,0	3,3	3,2

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Staatsanleihen. Mittlerweile hält die Notenbank nahezu die Hälfte der ausstehenden Staatsanleihen. Die seit gut 20 Jahren betriebene Null- bzw. Negativzinspolitik erleichtert den öffentlichen Schuldendienst.

Großvolumiges Corona-Konjunkturpaket

Schon vor der Pandemie war Japan mit fast 240 % des BIP der höchst verschuldete Staat unter den großen Industrienationen. Die Corona-bedingten Konjunkturmaßnahmen belaufen sich auf ein Gesamtvolumen von 234 Billionen Yen (rund 2 Billionen Euro bzw. 40 % des BIP). Damit werden beispielsweise umfangreiche finanzielle Soforthilfen oder zinslose Unternehmenskredite gewährt. Auch das Gesundheitssystem soll verbessert werden.

Gleichwohl war eine tiefe Rezession in Japan unvermeidlich. Sie wurde schon im Schlussquartal 2019 von der Konsumsteueranhebung ausgelöst und verschlimmerte sich mit dem Lockdown im Frühjahr 2020. Insgesamt ist für die japanische Volkswirtschaft nach der Schrumpfung um rund 6 % für **2021 ein Anstieg um 2,2 %** zu erwarten. Bis zur Rückkehr auf das Vorkrisenniveau dürfte es noch einige Zeit dauern, zumal Japan weiterhin mit der Überalterung seiner Bevölkerung konfrontiert und spürbar von globalen Handelsstreitigkeiten betroffen ist.

Ulrike Bischoff



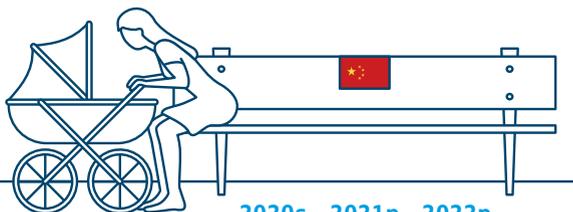


China

Krisengewinnler

Ursprungsort der Pandemie, wichtiger Protagonist im Handelsstreit und zunehmend gleichzeitig Feind- wie Vorbild vieler Wirtschaftspolitiker in den Industriestaaten – selten spielte China eine so zentrale Rolle wie jetzt. Entgegen den meisten Erwartungen im Frühjahr 2020 sieht es derzeit so aus, als könnte sich das Land als **Gewinner der Covid-19-Krise** erweisen.

Zwar fiel der Einbruch der Aktivität aufgrund des rigorosen Lockdown sehr heftig aus. Nach seinem Ende zog das Wirtschaftswachstum aber sofort kräftig an. Bereits in der zweiten Jahreshälfte 2020 scheint China wieder **fast auf den Vorkrisentrend** zurückgekehrt zu sein. Mit Hilfe von zusätzlichem fiskalischen und geldpolitischen Stimulus wird der Output 2021 wohl um gut 9 % steigen, so stark wie seit 2011 nicht mehr. Über den gesamten Zeitraum 2020/2021 sollte die Abweichung vom Vorkrisentrend geringer ausfallen als in vielen anderen Ländern, nicht zuletzt auch in den USA. Damit haben die Pandemie und ihre Folgen den Aufholprozess der chinesischen Wirtschaft gegenüber den Industrieländern beschleunigt.



	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	1,8	9,3	5,5
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,8	2,8	2,5
Arbeitslosenquote, %	3,9	3,9	3,7

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Unabhängig vom Wahlausgang in den USA wird es in **Handelsfragen** aber keine Rückkehr zu den „guten alten Zeiten“ geben. Ein Ende des Wettrennens um die Dominanz in den Hightech-Branchen ist nicht abzusehen. Chinas Regierung förderte in der Krise zudem vor allem die inländische Produktion. Die meisten Industrieländer stimulieren hingegen in erster Linie die Nachfrage. Damit stützen die Konjunkturpakete in China und bei den Handelspartnern tendenziell das Wachstum der chinesischen Exporte – was zusätzlich Konfliktpotenzial schafft.



„Krisen und Chancen bestehen stets nebeneinander. Nachdem man sie bewältigt, ist eine Krise eine Chance.“

Xi Jinping

In China wird der bisher erfolgreiche Umgang mit der Pandemie als neuerlicher Beweis der Überlegenheit des eigenen Systems interpretiert. Kritik aus dem Ausland verbucht man immer mehr als Neid derer, die nicht von der weisen Führung der Kommunistischen Partei Chinas profitieren.

Patrick Franke



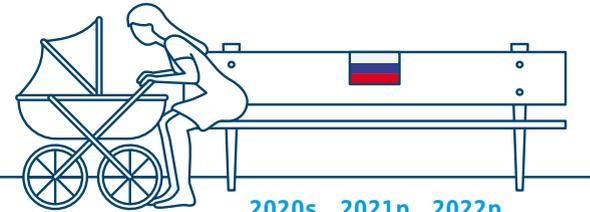
Russland

Entwicklungsprojekte verschoben

Ein im europäischen Vergleich moderater Corona-Lockdown hat zwar zu hohen Infektionszahlen geführt, allerdings dürfte der Wirtschaftseinbruch 2020 mit 3,8 % weniger dramatisch ausfallen. 2021 wird Russland von der Erhöhung des Ölpreises auf bis zu 60 US-Dollar pro Barrel profitieren. Der Öl- und Gassektor macht ein Drittel des BIP und fast zwei Drittel der Exporteinnahmen aus.

Neben der **Abhängigkeit vom Rohstoffsektor** schränken zahlreiche weitere strukturelle Schwächen das Potenzialwachstum ein, darunter institutionelle Defizite, ein niedriges Produktivitätswachstum und ein trübes Geschäftsklima. Daher erwarten wir für 2021 nur eine schwache Erholung von 3 %, womit das Vorkrisenniveau noch nicht erreicht werden dürfte.

Zwar hat Russland grundsätzlich gesunde Staatsfinanzen und die Verschuldung ist durch Corona um sieben Prozentpunkte auf nur etwa 20 % des BIP gestiegen. Russland leidet aber unter einer



	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	-3,8	3,0	2,0
Inflationsrate, % gg. Vj.	3,8	4,0	3,7
Arbeitslosenquote, %	6,0	5,6	4,4

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

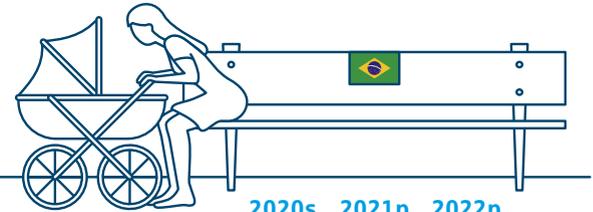
geringen Einnahmenbasis von nur 16 % des BIP. Große Wachstumsimpulse sind von der Fiskalseite also nicht zu erwarten, da 2020 vor allem wegen des niedrigen Ölpreises Einnahmeausfälle von 35 Mrd. US-Dollar zu verzeichnen waren.

Diversifizierung der Wirtschaft lässt weiter auf sich warten.

Wegen des Sparzwangs wurde jetzt auch die Fertigstellung der „13 nationalen Entwicklungsprojekte“, ein wichtiges Prestigevorhaben Putins, um sechs Jahre auf 2030 verschoben. Diese Vorhaben belaufen sich insgesamt auf 360 Mrd. US-Dollar.

Der Aufschub ist keine gute Nachricht für das ohnehin **schwache Wachstum der Investitionen** und die damit verbundene Verzögerung bei der Diversifizierung der Wirtschaft. Auf die versprochene Reduzierung der Armut um die Hälfte und eine höhere Lebenserwartung müssen die Russen jetzt ebenfalls sechs Jahre länger warten. Nach der 2020 geänderten Verfassung könnte Staatspräsident Putin dann sogar noch im Amt sein.





	2020s	2021p	2022p
BIP, real % gg. Vj.	-4,5	4,8	2,7
Inflationsrate, % gg. Vj.	2,3	2,6	3,6
Arbeitslosenquote, %	16,7	12,6	9,4

s = Schätzung, p = Prognose

Quelle: Helaba Volkswirtschaft / Research

Brasilien

Wahlgeschenke zu erwarten

Obwohl in der zweiten Jahreshälfte 2020 eine wirtschaftliche Erholung einsetzte, **wirkt der Pandemie-Schock nach**. So dürften 2021 deutlich weniger neue Stellen geschaffen werden als im Vorjahr verloren gingen. Die Arbeitslosigkeit wird zwar sinken, mit etwa 13 % aber immer noch zwei Prozentpunkte höher ausfallen als vor Corona. Für Brasilien ist das dramatisch, da die Wirtschaft, im Gegensatz zu vielen anderen südamerikanischen Ländern, traditionell mehr vom privaten Konsum (64 % des BIP) als von der Außenwirtschaft (etwa ein Drittel des BIP) abhängig ist. Nach einem Wirtschaftseinbruch von 4,5 % wird die Erholung 2021 mit 4,8 % verhalten ausfallen.

Präsident Bolsonaro hat bereits seine **Wiederwahl im Oktober 2022** im Blick. Trotz Corona ist es ihm gelungen, seine Popularitätswerte durch Transferzahlungen an arme Bevölkerungsschichten zu verbessern. Auch dürfte sich der Präsident weiterhin als Wohltäter inszenieren und die notwendigen Lockdown-Maßnahmen den Gouverneuren überlassen.

Für Wirtschaftsreformen war 2020 ein verlorenes Jahr. Bolsonaro und sein Wirtschaftsminister Guedes waren noch bei Amtsantritt von der Wirtschaft gefeiert worden. Doch außer einer Rentenreform Ende 2019 blieben große Sprünge bisher aus. Auch für 2021 erwarten wir nur geringe Fortschritte, da der Präsident unmittelbar vor einem Wahljahr unpopuläre Projekte vermeiden wird. Dennoch rechnen wir mit kleineren Erfolgen bei Effizienzverbesserungen im öffentlichen Sektor, Steuervereinfachungen und Privatisierungen.

Haushaltssolidierung und Reformen müssen bis zum Ende der Pandemie warten.

Die **Konsolidierung der Staatsfinanzen** wird 2021 wieder in den Fokus rücken. Wegen des Haushaltsdefizits von 16 % des BIP kratzt die Staatsverschuldung 2020 an der 100 %-Marke. Die hohe Verschuldung war schon vor der Pandemie ein Thema. Die Rentenreform trägt zwar zur Ausgabenreduzierung bei, nun sind aber zusätzliche Anstrengungen nötig. Ein fast ausgeglichener Primärsaldo wie 2019 dürfte erst nach den Wahlen wieder erreicht werden.

Patrick Heinisch

3 Poltergeist (20%)



Negativszenario

Poltergeist (20%)

Kaum schien der Spuk der Populisten und Protektionisten etwas abzuklingen, als mit der Pandemie eine Schauerfigur aus den dunklen Tagen der Menschheitsgeschichte zurückkehrte. Weil sie für das bloße Auge unsichtbar sind, glauben manche ebenso wenig an die Existenz der Viren wie an die von Poltergeistern. An ihrer Gefährlichkeit kann diese Skepsis aber nichts ändern – und sie zu vertreiben ist alles andere als trivial. Wir geben diesem Szenario eine Wahrscheinlichkeit von 20%.

Selten war es wohl einfacher, ein negatives Szenario für Konjunktur und Finanzmärkte zu begründen als heute. Ohne Impfstoff ist eine Rückkehr zur Normalität auf absehbare Zeit kaum denkbar. Länger andauernde Restriktionen für wirtschaftliche und soziale Aktivitäten sowie die Verunsicherung der Konsumenten machen diese Rezession zu einem „**double dip**“: ein rares Ereignis, in dem es nach einer Zwischenerholung noch einmal bergab geht.

Vollständige und wiederholte Lockdowns bringen das Wachstum zum Erliegen. In diesem schwierigen Umfeld wird die deutsche Wirtschaft 2021 noch einmal schrumpfen, ein Desaster nach dem Einbruch 2020. Die Weltwirtschaft steckt ebenfalls ein weiteres Jahr in der Rezession. Das Ausbleiben eines Aufschwungs verstärkt die bislang gedämpften **Zweitrundeneffekte der Krise**: Firmenpleiten, Stellenabbau, Überschuldung, Haushalte in Existenznöten. Ganze Branchen könnten „verwaisten“.

Die Geister, die ich rief...

Eine längere Schwächephase wird zudem die unschönen politischen Strömungen der vergangenen Jahre verstärken. Spätestens seit 2016 kennen wir mit dem Brexit und der Wahl Donald Trumps politische Störungen einer Größenordnung, wie man sie sich vorher kaum hat vorstellen können. Eine nachhaltige und ausgeprägte Tendenz zur Abschottung, sei es nun aus Gründen des Nationalismus („Buy American!“) oder zur Förderung der regionalen Wirtschaft („Kauft regional!“), wäre Gift für die globale Konjunktur. Es drohen **Protektionismus- und Abwertungsspiralen** wie in den 1930er Jahren, wenn Regierungen einen größeren Teil der Nachfrage für die heimische Produktion „sichern“ wollen. Verglichen mit damals sind die Volkswirtschaften heute aber viel enger miteinander verflochten, die Kosten einer Deglobalisierung wären immens.

„They're here.“

Aus dem Film „Poltergeist“
(Platz 69 der „100 besten Filmzitate“,
American Film Institute)

Gleichzeitig wirken im Hintergrund andere Trends, die auf jeden Fall mit Belastungen und Kosten verbunden sind und wo Politikfehler sehr teuer werden können, vor allem in einer Phase konjunktureller Schwäche:

Klimaauflagen, der Wettstreit um die technologische Führungsrolle, die Dauerdebatte um höhere Besteuerung von (digitalen) Unternehmen oder die **Überfrachtung der Unternehmen mit Bürokratie**. Ein Beispiel ist das Lieferkettengesetz, das wie auf Autopilot trotz Wirtschaftskrise einfach weiter vorangetrieben wird.

Nicht zuletzt auf Ebene der EU sind hier Gefahren erkennbar. Regionalparlamente sind in der Lage, internationale Handelsabkommen für rund 450 Mio. EU-Bürger zu blockieren. Mit Großbritannien verabschiedet sich ein wichtiger Verfechter des freien Wettbewerbs und einer relativ liberalen Wirtschaftspolitik aus der Union. In Brüssel diskutiert man zunehmend über eine **Industriepolitik der „nationalen Champions“** und in einem Umfeld steigender Arbeitslosigkeit wird „Wettbewerb“ schnell zu einem Unwort. Gleichzeitig können lautstarke Forderungen nach einer weitgehenden **Vergemeinschaftung der Staatsschulden** oder Maßnahmen gegen sogenanntes „Steuer-Dumping“ die Union spalten.

In dem Filmklassiker von 1982 ist ein überbauter Friedhof die Quelle der Poltergeister, die Sünden der Vergangenheit holen die Protagonisten also ein. Ein bisher nonchalanter Umgang mit protektionistischen Tendenzen (Chlorhühner!) erschwert es, ihnen nun konsequent zu begegnen. Daneben rächen sich die in den meisten

Ländern schon 2008 hohen und seit der Finanzkrise meist noch weiter **aufgehäuften Schulden** im öffentlichen wie im privaten Sektor. Die private Schuldenlast führt zu Investitionszurückhaltung, die Staatsschulden schränken den Handlungsspielraum und die Effektivität der Fiskalpolitik merklich ein.

„*Wer mit Ungeheuern kämpft,
mag zusehn, dass er nicht dabei
zum Ungeheuer wird.*“

Friedrich Nietzsche (1844–1900)

In diesem Szenario sind die **Notenbanken unter zusätzlichem Druck**, die Zinsen niedrig zu halten bzw. noch weiter zu senken, um das letzte Quäntchen Stimulus zu mobilisieren und um die kräftig steigenden Schuldenquoten zu stabilisieren. Neue Strategien wie extreme Versionen der „forward guidance“, Zinskurvenkontrolle oder sogar Helikopter-Geld sind denkbar.

Prognoseübersicht im negativen Szenario

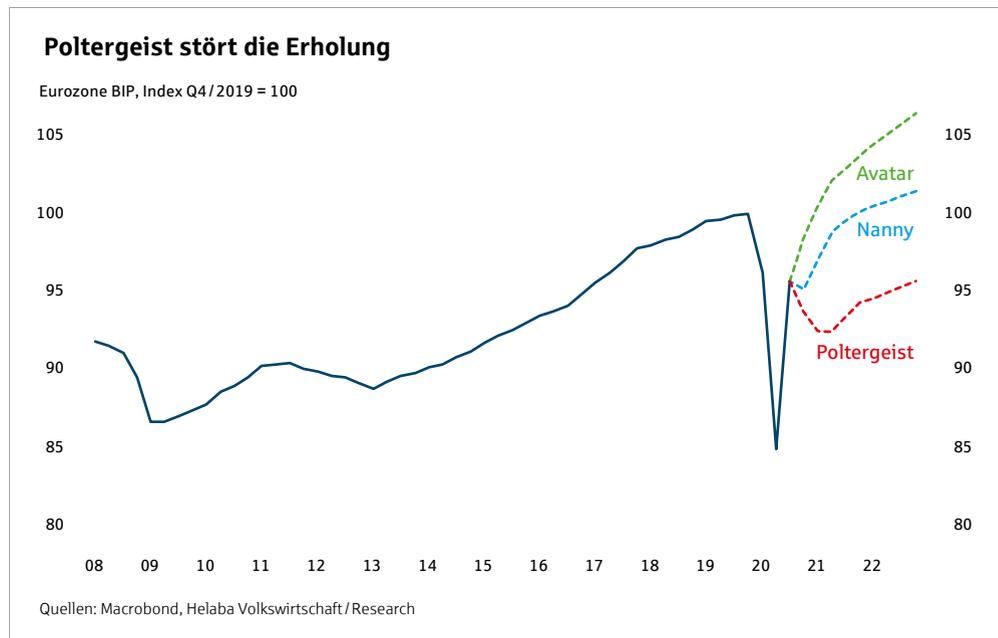
Der konjunkturelle Aufholprozess, der im dritten Quartal 2020 begonnen hatte, wird unterbrochen. Im Jahresverlauf 2021 wird die wirtschaftliche Erholung zwar mit Verzögerung wieder aufgenommen, im

Jahresdurchschnitt geht das **Bruttoinlandsprodukt** jedoch in Deutschland und in der Eurozone noch mal zurück. Die US-Wirtschaft dürfte weitgehend stagnieren. Der konjunkturelle Rückschlag dämpft den Preisauftrieb, die **Inflationsraten** bleiben aber im positiven Bereich.

Renten haben Rückenwind. Die EZB senkt den Einlagensatz und weitet die Kaufprogramme nochmals massiv aus. Aufgrund der dauerhaft hohen Unsicherheit werden sichere Anlagehäfen wie US-Staatsanleihen und Bundesanleihen gesucht. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen notiert am Jahresende tief im negativen Bereich bei $-0,8\%$. Die Zinskurve wird zeitweilig invers.

Die wirtschaftliche Schwäche setzt die Finanzprofile der **Corporates** weiterhin unter Druck. Ein erneuter Anstieg der Risikoprämien ist wahrscheinlich. Dies spiegelt sich bei den **Banken** in weiter zunehmenden Wertberichtigungen bei Krediten und Finanzaktiva wider. **Covered Bonds** bleiben überwiegend robust und stark nachgefragt, doch die steigenden fundamentalen Risiken führen zu mehr Differenzierung bei den niedrigen Risikoprämien.

Die Perspektiven für die Unternehmensgewinne erholen sich 2021 per saldo nicht von ihrem Einbruch. Trotz des massiven Einsatzes der Geldpolitik und mangelnder Anlagealternativen steigt die Risikoaversion der Anleger deutlich. Dies führt zu



markanten Bewertungsabschlägen in **Aktien**. Der DAX fällt in den Bereich um 10.000 Punkte.

Bei **Immobilien** sinken Mieten und Kaufpreise im gewerblichen Bereich auf breiter Front. Nicht nur bei Einzelhandelsobjekten, sondern auch bei Bürogebäuden kommt es zu deutlichen Abwertungen. Der Wohnungsmarkt bleibt vergleichsweise stabil, weitere Preissteigerungen sind hier im schwachen Umfeld jedoch nicht zu erwarten.

Gold erreicht als Krisenwährung neue Rekordmarken. Da Geld- und Fiskalpolitik in weitere Extrembereiche vordringen

werden, nimmt das Edelmetall in US-Dollar je Feinunze die 3.000er-Marke ins Visier.

Der **US-Dollar** profitiert einmal mehr von schwierigen Zeiten, selbst wenn die Probleme in den USA ökonomisch kaum geringer sind. Der Euro leidet jedoch zusätzlich unter den zunehmenden politischen Konflikten in der Währungsunion und „gewinnt“ damit im internationalen Abwertungswettlauf. Der Euro-Dollar-Kurs fällt auf die Parität.

Patrick Franke

4 Avatar (10%)



Positivszenario

Avatar (10%)

Unter unseren drei Szenarien ist es das positive, das sich von Jahr zu Jahr am wenigsten ändert. Dies liegt nicht an mangelnder Fantasie, sondern an den Vorstellungen eines optimistischen, aber plausiblen Konjunkturbildes, die sich nur sehr graduell ändern. In Computerspielen sind Avatare oft idealisierte Versionen der Spieler mit zum Teil übermenschlichen Fähigkeiten. In diesem Sinne projizieren wir stets unsere Hoffnungen in das Positivszenario, dem wir diesmal eine Wahrscheinlichkeit von 10% beimessen.

Notwendige Bedingung für ein solches Szenario im Jahr 2021 ist wohl ein **Sieg über das Virus**, je schneller desto besser. Ob nun mit Impfstoff oder durch soziale Eindämmungsmaßnahmen wie in China und Südkorea ist dabei nicht so zentral.

Die Pandemie, eigentlich ein katastrophaler negativer Schock, kann jedoch nachhaltige positive Prozesse anstoßen. Dass es nach dem vorherigen Einbruch 2021 Potenzial für einen kräftigen

Aufschwung gibt, ist trivial. Ein solcher Einschnitt kann aber auch ein **Katalysator** für Entwicklungen sein, die vorher durch Beharrungskräfte oder andere Faktoren behindert wurden. Spontan wäre hier an die plötzlich mögliche Flexibilisierung des Arbeitslebens zu denken oder an die Digitalisierung, die durch Abstandsgebote und Telearbeit vielen bisherigen Skeptikern nun attraktiv erscheint.

Digitalisierung – der nächste „Bosskampf“

Studien zeigen, dass das optische Erscheinungsbild eines Avatars in Spielen oft Rückwirkungen auf die Handlungen des Spielers hat – der sogenannte „**Proteus-Effekt**“: Ein edles Äußeres animiert zu edlen Taten. Diese psychologische Tendenz lässt sich ohne weiteres auf ein wirtschaftliches Szenario übertragen. In einem positiven Umfeld handeln die Verantwortlichen besser – oder wie die Ökonomen sagen: Ein für alle vorteilhafteres Gleichgewicht wird ermöglicht.

Gerade im **Hightech-Bereich** liegt der Spielraum für Verbesserungen in Deutschland auf der Hand. Statt die sogenannten „Internet-Riesen“ wegen ihrer potenziell monopolistischen Praktiken anzuprangern, sollte lieber gefragt werden: Warum sind diese Unternehmen fast alle in den USA entstanden? Was können oder müssen andere Länder tun, um auf diesen Feldern ähnlich erfolgreich zu sein?

„Gute Wissenschaft ist gutes Beobachten.“

Zitat aus dem Film Avatar – Aufbruch nach Pandora

Deutschland hinkt hier der Weltspitze hinterher. Der Blick wird dabei gerne auf mangelnde öffentliche Investitionen verengt. Aber es sind auch die Unternehmen, vor allem in den immer wichtigeren Dienstleistungsbranchen, die im internationalen Vergleich schlecht abschneiden. Seit dem Hoch im Jahr 2000 ist laut OECD-Zahlen der Anteil von Hightech an den Gesamtinvestitionen in Deutschland im Trend wieder rückläufig. Er lag laut den aktuellsten Zahlen unterhalb des OECD-Schnitts und war in Frankreich beispielsweise erheblich höher. Aber dies deutet auf ein **Aufholpotenzial** hin, dessen Erschließen spürbar Wachstumsimpulse generieren sollte.

„Zukunft ist etwas, das die meisten Menschen erst lieben, wenn es Vergangenheit geworden ist.“

William Somerset Maugham (1874–1965)

Selbst die bestehenden globalen Ungleichgewichte können, statt Handelsstreitigkeiten auszulösen, zu konstruktiven **Reformen** in Defizit- und Überschussländern führen. Deutschland könnte beispielsweise die Rahmenbedingungen für inländische Investitionen verbessern und damit den Anreiz zum Kapitalexport mindern.

In einem solchen Umfeld wären 2021 noch höhere Wachstumsraten als im Hauptszenario möglich. Obwohl dies mit spürbarem zusätzlichem Preisdruck verbunden wäre, würden produktivitätssteigernde Investitionen auf mittlere Sicht inflationsdämpfend wirken. Aufgrund der extremen Ausgangspositionen könnten weder Fiskal- noch Geldpolitik schnell normalisiert werden und würden längere Zeit **prozyklisch** wirken. Aus konjunkturellen Gründen steigende Steuereinnahmen würden die Staatsdefizite schnell wieder schrumpfen lassen. Zinserhöhungen wären nicht mehr auf den Sankt-Nimmerleins-Tag verschoben.

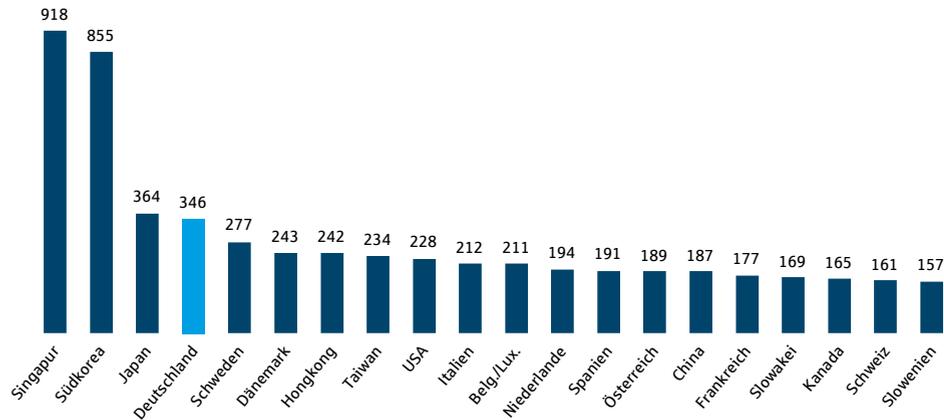
Prognoseübersicht im positiven Szenario

Die 2020 begonnene konjunkturelle Erholung setzt sich im Jahresverlauf 2021 schwungvoll fort. In Deutschland und in der Eurozone wird ein rekordhohes **Wirtschaftswachstum** erreicht. Auch die USA expandieren erheblich kräftiger als im Hauptszenario. Im Zuge des starken Aufholprozesses können die **Verbraucherpreise** in der Eurozone um mehr als 2 %, in Deutschland über 3 % sowie in den USA um rund 4 % zulegen.

Trotz der veränderten Rahmenbedingungen hält die EZB die Leitzinsen konstant, was zu einer steilen Zinskurve bei deutschen

Automatisierung als Chance

Roboterichte, Roboter pro 10.000 Beschäftigte im Verarbeitenden Gewerbe 2019



Quellen: International Federation of Robotics, Helaba Volkswirtschaft/Research

Renten führt. Die Ankaufprogramme werden beiderseits des Atlantiks gestoppt. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen verlässt infolge deutlich steigender Inflationserwartungen den negativen Bereich und klettert bis Jahresende 2021 auf 0,75 %.

Die günstige Wirtschaftsentwicklung gibt **Corporates** spürbar mehr Luft zum Atmen. Nach der umfangreichen Wertberichtigung von Krediten in der Corona-Krise können **Banken** sogar Kreditrisiko-Rückstellungen auflösen. Trotz teils steigender relativer Attraktivität von unbesicherten Bank-

anleihen bleiben **Covered Bonds** aufgrund eines unter den Fälligkeiten liegenden Angebots und der Wiederanlagen durch das Eurosystem gut unterstützt.

Das dynamische Wirtschaftswachstum führt zu deutlichen Umsatzsteigerungen und ausgelasteten Kapazitäten. Die Unternehmen nutzen ihre Preiserhöhungsspielräume, um die Gewinnmargen auszuweiten. Die Nettoergebnisse legen somit überdurchschnittlich zu. Angesichts zunehmender Risikofreude der Anleger erfolgt eine Bewertungsexpansion. Der **DAX** überspringt die 16.000er-Marke.

Die schnelle Erholung von der Krise reduziert die Belastungen am **Immobilienmarkt**. Während die Auswirkungen am Büromarkt sehr begrenzt bleiben, leiden Einzelhandelsimmobilien auch im besseren konjunkturellen Umfeld unter dem zunehmenden Onlinehandel. Am deutschen Wohnungsmarkt geht der bereits lange anhaltende Boom mit kräftig steigenden Kaufpreisen in die Verlängerung.

Gold büßt seinen Nimbus als Krisenwährung ein, da es mit Überwindung der Krise relativ zu Aktien und Renten an Attraktivität verliert. Trotz einer extremen Staatsverschuldung sowie anziehender Inflation dürfte das Edelmetall unter 1.500 US-Dollar je Feinunze abtauchen.

Der kräftige konjunkturelle Schwung hilft vor allem dem Euro, zumal in Europa auch strukturell die Weichen für mehr Wachstum gestellt werden. Außerdem stärken nachlassende Ungleichgewichte in der Währungsunion das Vertrauen in die Gemeinschaftswährung. Der **Euro-Dollar-Kurs** steigt auf 1,35.

Patrick Franke

Kapitalmarktprognosen

	Veränderung seit Jahresresultimo	aktueller Stand*	Prognose Ende...			
			Q1/2021	Q2/2021	Q3/2021	Q4/2021
	in Basispunkten	Zinssatz in %				
EZB Einlagenzins	0	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Tagesgeldsatz €STR**	-3	-0,56	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
3M Euribor	-13	-0,52	-0,50	-0,45	-0,45	-0,40
2j. Bundesanleihen	-19	-0,79	-0,70	-0,70	-0,65	-0,60
5j. Bundesanleihen	-34	-0,82	-0,65	-0,55	-0,40	-0,40
10j. Bundesanleihen	-45	-0,64	-0,40	-0,30	-0,20	-0,20
30j. Bundesanleihen	-58	-0,23	0,00	0,15	0,25	0,30
10j. Swapsatz	-48	-0,27	-0,05	0,05	0,15	0,20
Federal Funds Rate***	-150	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
10j. US-Treasuries	-115	0,76	0,75	1,00	1,00	1,20
	Landeswährung %	Indexstand				
DAX	-7,0	12.324	13.300	13.600	13.800	14.000
EURO STOXX 50	-15,6	3.161	3.420	3.470	3.520	3.550
S&P 500	6,6	3.443	3.600	3.650	3.700	3.750
Nikkei 225	0,2	23.695	25.500	26.000	26.500	27.000
	in %	Preis				
Brentöl \$/bbl	-37,5	41	53	60	63	64
Gold \$/Unze	25,4	1.903	1.800	2.000	1.800	2.000
Gold €/Unze	19,9	1.623	1.500	1.667	1.440	1.600
	gg. Euro, in %	Kurs gg. Euro				
US-Dollar	-4,4	1,17	1,20	1,20	1,25	1,25
Japanischer Yen	-0,6	123	125	125	128	128
Britisches Pfund	-6,3	0,90	0,88	0,85	0,85	0,85
Schweizer Franken	1,5	1,07	1,10	1,10	1,12	1,12
Schwedische Krone	1,9	10,30	10,30	10,20	10,10	10,00
Chinesischer Yuan	0,3	7,79	7,92	7,92	8,13	8,13

*4.11.2020

**Eonia = €STR + 8,5 Bp

***Mittelwert des Zielkorridors

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Bruttoinlandsprodukt, Inflation, Budgetsaldo

	Bruttoinlandsprodukt reale Veränderung gg. Vorjahr, %				Inflation Veränderung gg. Vorjahr, %				Budgetsaldo % des BIP			
	2019	2020s	2021p	2022p	2019	2020s	2021p	2022p	2019	2020s	2021p	2022p
Euroland	1,3	-6,8	6,3	2,1	1,2	0,3	1,4	1,6	-0,6	-8,9	-5,0	-3,0
Deutschland	0,6	-5,4	5,0	2,0	1,4	0,5	1,9	2,0	1,5	-6,5	-3,5	-2,5
Frankreich	1,5	-8,7	8,0	2,3	1,3	0,5	1,3	1,7	-3,0	-11,0	-7,0	-5,0
Italien	0,3	-8,3	6,0	1,7	0,6	-0,2	0,8	1,1	-1,6	-12,0	-6,0	-4,0
Spanien	2,0	-11,0	7,5	2,5	0,8	-0,4	0,6	1,1	-2,9	-13,0	-7,0	-5,0
Niederlande	1,6	-5,0	4,0	2,5	2,7	0,7	1,1	1,5	1,7	-5,5	-2,2	-0,5
Österreich	1,4	-7,1	3,9	3,2	1,5	1,4	1,5	1,7	0,7	-10,0	-5,5	-2,7
Irland	5,9	-2,0	4,0	3,5	0,9	-0,4	0,9	1,5	0,4	-6,0	-4,0	-1,0
Portugal	2,2	-8,0	5,5	2,4	0,3	-0,2	0,9	1,5	0,2	-6,7	-3,8	-1,0
Griechenland	1,9	-7,5	5,0	2,8	0,5	-0,3	1,0	1,2	1,5	-6,8	-4,0	-3,0
Schweden	1,3	-4,1	3,2	2,8	1,8	0,5	1,4	2,0	0,3	-5,5	-3,5	-1,5
Norwegen	1,2	-3,3	3,0	2,4	2,2	1,4	2,3	1,8	6,5	-6,0	0,0	2,8
Polen	4,6	-4,1	3,5	3,5	2,3	3,5	2,1	2,4	-0,7	-10,0	-3,8	-3,5
Tschechien	2,3	-7,4	3,3	3,4	2,8	3,2	2,0	2,3	0,3	-7,8	-4,0	-2,5
Ungarn	4,6	-6,9	3,7	3,3	3,3	3,5	3,2	3,3	-2,1	-6,7	-4,2	-3,0
Großbritannien	1,3	-10,7	5,7	2,5	1,8	1,0	2,4	2,3	-2,1	-15,0	-9,0	-6,0
Schweiz	1,1	-3,7	3,5	2,2	0,4	-0,5	1,0	1,3	1,5	-4,2	-1,4	-0,6
USA	2,2	-3,6	3,8	2,5	1,8	1,3	3,3	2,5	-6,3	-20,0	-10,0	-6,0
Japan	0,7	-6,2	2,2	1,2	0,5	0,0	0,3	0,5	-3,3	-14,0	-8,0	-6,0
Asien ohne Japan	4,7	-1,0	7,7	5,0	2,9	2,6	2,5	3,3	-3,8	-10,0	-9,4	-8,4
China	5,8	1,8	9,3	5,5	2,9	2,8	2,8	2,5	-6,3	-12,0	-12,0	-11,0
Indien	4,2	-9,6	10,1	6,2	3,7	5,7	3,8	4,2	-4,6	-7,0	-6,5	-5,4
Russland	1,3	-3,8	3,0	2,0	4,8	3,8	4,0	3,7	2,1	-4,0	-1,8	-1,0
Türkei	0,9	-4,0	4,6	3,7	15,6	10,7	10,0	8,5	-2,9	-5,2	-4,2	-3,8
Lateinamerika	1,4	-7,3	4,6	3,0	8,3	6,5	7,2	6,4	-3,7	-10,4	-5,6	-3,8
Brasilien	1,1	-4,5	4,8	2,7	3,8	2,3	2,6	3,6	-5,9	-16,3	-6,8	-4,8
Welt	3,0	-3,6	5,9	3,6	2,9	2,2	2,9	3,0	-	-	-	-

BIP-Wachstum soweit verfügbar kalenderbereinigt; s=Schätzung, p=Prognose

Quellen: EIU, Macrobond, Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Adressverzeichnis

Hauptsitze

Frankfurt am Main
Neue Mainzer Straße 52–58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69/91 32-01

Erfurt
Bonifaciusstraße 16
99084 Erfurt
T +49 3 61/2 17-71 00

Bausparkasse

**Landesbausparkasse
Hessen-Thüringen**

Offenbach
Kaiserleistraße 29–35
63067 Offenbach
T +49 69/91 32-03

Erfurt
Bonifaciusstraße 19
99084 Erfurt
T +49 3 61/2 17-70 07

Förderbank

**Wirtschafts- und
Infrastrukturbank Hessen**
Kaiserleistraße 29–35
63067 Offenbach
T +49 69/91 32-03

Niederlassungen

Düsseldorf
Uerdinger Straße 88
40474 Düsseldorf
T +49 2 11/3 01 74-0

Kassel
Ständeplatz 17
34117 Kassel
T +49 5 61/7 06-60

London
3rd Floor
95 Queen Victoria Street
London EC4V 4HN
Großbritannien
T +44 20/73 34-45 00

New York
420, Fifth Avenue
New York, N.Y. 10018
USA
T +1 2 12/7 03-52 00

Paris
4–8 rue Daru
75008 Paris
Frankreich
T +33 1/40 67-77 22

Stockholm
Kungsgatan 3, 2nd Floor
111 43 Stockholm
Schweden
T +46/86 11 01 16

Repräsentanzen

Madrid
(für Spanien und Portugal)
General Castaños, 4
Bajo Dcha.
28004 Madrid
Spanien
T +34 91/39 11-0 04

Moskau
Regus BC Voentorg, 3rd Floor,
Office 311
10, Vozdvizhenka Street
125009 Moskau
Russische Föderation
T +7 4 95/7 97-36-51

São Paulo
Av. das Nações Unidas, 12.399
Conj. 105 B – Brooklin Novo
São Paulo – SP
Brasilien
04578-000
T +55 11/3405-3180

Shanghai
Unit 012, 18th Floor
Hang Seng Bank Tower
1000 Lujiazui Ring Road
Shanghai, 200120
China
T +86 21/68 77 77 08

Singapur
One Temasek Avenue
#05–04 Millenia Tower
Singapore 039192
T +65/62 38 04 00

Sparkassen- Verbundbank-Büros

Berlin

Joachimsthaler Straße 12
10719 Berlin
T +49 30/2 06 18 79-13 52

Hamburg

Neuer Wall 30
20354 Hamburg
T +49 1 51/29 26 83 81

Vertriebsbüros

München

Lenbachplatz 2 a
80333 München
T +49 89/5 99 88 49-10 16

Münster

Regina-Protmann-Straße 16
48159 Münster
T +49 2 51/92 77 63-01

Stuttgart

Kronprinzstraße 11
70173 Stuttgart
T +49 7 11/28 04 04-0

Immobilienbüros

Berlin

Joachimsthaler Straße 12
10719 Berlin
T +49 30/2 06 18 79-13 14

München

Lenbachplatz 2 a
80333 München
T +49 89/5 99 88 49-0

Auswahl der Tochtergesellschaften

Frankfurter Sparkasse

Neue Mainzer Straße 47–53
60311 Frankfurt am Main
T +49 69/26 41-0

1822direkt Gesellschaft der Frankfurter Sparkasse mbH

Borsigallee 19
60388 Frankfurt am Main
info@1822direkt.com
T +49 69/9 41 70-0

Frankfurter Bankgesellschaft (Deutschland) AG

JUNGHOF
Junghofstraße 26
60311 Frankfurt am Main
T +49 69/1 56 86-0

Frankfurter Bankgesellschaft (Schweiz) AG

Börsenstrasse 16
8001 Zürich
Schweiz
T +41 44/2 65 44 44

Helaba Invest

Kapitalanlagegesellschaft mbH
JUNGHOF
Junghofstraße 24
60311 Frankfurt am Main
T +49 69/2 99 70-0

GWH

Wohnungsgesellschaft mbH
Hessen
Westerbachstraße 33
60489 Frankfurt am Main
T +49 69/9 75 51-0

OFB

Projektentwicklung GmbH
Speicherstraße 55
60327 Frankfurt am Main
T +49 69/9 17 32-01

GGM

Gesellschaft für Gebäude-
Management mbH
Speicherstraße 55
60327 Frankfurt am Main
T +49 69/9 17 32-9 00

Herausgeber

Helaba
Volkswirtschaft/Research
Dr. Gertrud R. Traud, Chefvolkswirtin/Leitung Research
Redaktion: Dr. Stefan Mitropoulos, Barbara Bahadori

Neue Mainzer Straße 52–58, 60311 Frankfurt am Main
T +49 69/91 32-01
Bonifaciusstraße 16, 99084 Erfurt
T +49 3 61/2 17-71 00

www.helaba.com

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Konzeption und Gestaltung

La Mina GmbH, Darmstadt

Druck

Druckerei Braun & Sohn, Maintal

Fotonachweis

Getty Images: S. 7, 51, © Colin Anderson Productions pty ltd; S. 37, © Martin Botvidsson; S. 42, © Tetra Images
iStock: Umschlag (U1), S. 6, S. 8, Toa55, kieferpix, Gladiathor; S. 5 TARIK KIZILKAYA; S. 7, 48, Cherry-Merry, melkerw, KatarzynaBialasiewicz, archideaphoto; S. 7, 51, mysticenergy; S. 14, KurKestutis; S. 16, tomazl; S. 20, PhotoInc; S. 23, AsiaVision; S. 24, encrier; S. 26, Image Source, mbaysan, Vimvertigo, t_trifonoff, akova, Six_Characters; S. 28, jacoblund; S. 31, skynesher; S. 33, FamVeld; S. 35, Martinan; S. 36, fizkes; S. 41, gbrundin; S. 42, serts, FatCamera; S. 44, ake1150sb; S. 45, lovableah, djedzura, kool99; S. 46, esolla; S. 47, G&J Fey; Umschlag (U3), ljubaphoto
Shutterstock: S. 18, Alexandr Grant; S. 26, David Hanlon; S. 38, fizkes
Jürgen Mai: Umschlag (U2), © Jürgen Mai

Autoren

Christian Apelt
Barbara Bahadori
Ulrike Bischoff
Marion Dezenter
Patrick Franke
Patrick Heinisch
Ulrich Kirschner
Dr. Susanne E. Knips
Ulf Krauss
Sabrina Miehs
Dr. Stefan Mitropoulos
Dr. Stefan Mütze
Markus Reinwand
Dr. Gertrud R. Traud
Ralf Umlauf
Claudia Windt

FSC-Zertifikat





Besuchen Sie unsere Website
helaba.com/de/research und
entdecken Sie dort zusätzliche
Inhalte, Videos und Podcasts.

Helaba

Neue Mainzer Straße 52–58
60311 Frankfurt am Main
T +49 69/91 32-01
F +49 69/29 15 17

Bonifaciusstraße 16
99084 Erfurt
T +49 3 61/2 17-71 00
F +49 3 61/2 17-71 01

www.helaba.com