Ausblick 2021

Grund zur Kursbestimmung.

Eine Publikation des LBBW Research.

Wenn's um Geld geht

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

mit Freude überreichen wir Ihnen an dieser Stelle unseren Jahresausblick 2021 mit dem Titel »Grund zur Kursbestimmung«.

Nach einem harten Jahr 2020 müssen viele Weichen neu gestellt werden. Wir sind wirtschaftlich noch nicht über den Berg. Leider.

In der vorliegenden Publikation finden Sie unsere Erwartungen an die Entwicklung der Weltwirtschaft und der Finanzmärkte im kommenden Jahr.

Ihr LBBW Research-Team

Inhalt

01 Editorial
Seite 04 →

02 Wirtschaftsausblick
Seite 06 →

02.1 Weltwirtschaft
Seite 08 →

02.2 Vereinigte Staaten.
Seite 11 →

02.3 China
Seite 13 →

02.4 Japan
Seite 15 →

02.5 Vereinigtes Königreich.
Seite 16 →

02.6 Schweiz
Seite 18 →

02.7 Euroraum
Seite 19 →

02.8 Deutschland
Seite 20 →

03 Kalender wichtiger Ereignisse 2021.
Seite 21 →

04 Spezialthemen
Seite 22 →

04.1 CO_2-Neutralität.
Seite 24 →

04.2 Reale Assets.
Seite 27 →

05 Unsere Prognosen für 2021.
Seite 30 →

05.1 Unsere Prognosen im Detail.
Seite 32 →

05.2 EZB, Fed und Bank von England.
Seite 33 →

05.3 Rentenmärkte
Seite 35 →

05.4 Devisenmarkt
Seite 37 →

05.5 Rohstoffe
Seite 39 →

05.6 Immobilien
Seite 41 →

05.7 Aktien
Seite 44 →

Disclaimer | Impressum
Seite 48 →

01 Editorial

Sehr geehrte Leserinnen und Leser,

»Grund zur Kursbestimmung« – unter diese Überschrift haben wir unseren Ausblick auf das Jahr 2021 gestellt, den Sie in Ihren Händen halten. Mitten in einer globalen Pandemie, geprägt von vielerlei Unsicherheit, eine derartige Forderung zu stellen, erscheint vermessen. Wir sagen: Politik und Wirtschaft müssen gerade in stürmischen Zeiten den jeweiligen Standort genau kennen und den eingeschlagenen Kurs gegebenenfalls neu festlegen, um diejenigen, für die sie Verantwortung tragen, sicher zu leiten!

Das Jahr 2020 neigt sich seinem Ende entgegen. Die eine oder der andere wird sagen: »Gut so!« Zu stark haben Krankheit, Beschränkungen des öffentlichen Lebens und wirtschaftliche Lasten dieses Jahr geprägt. Mit Covid-19 ist erhebliches Leid über die Länder der Welt gekommen. Schon jetzt sind mehr als eine Million Menschen im Zusammenhang mit dem Erreger gestorben. In vielen Ländern haben die Behörden »Lockdowns« verhängt und nachfolgend Lockerungen vorgenommen, nur um dann die Maßnahmen zur Eindämmung des Virus erneut zu verschärfen.

Die wirtschaftlichen Folgen sind gravierend. Die Rezession der Weltwirtschaft 2020 ist, zumindest für die Zeit zurück bis zum Beginn der 1950er-Jahre, ohne Beispiel. Keines der großen Länder konnte sich der Abwärtsspirale entziehen. China zeigt zwar ein kleines Plus für das zu Ende gehende Jahr; aber dies markiert im Endeffekt kein Wachstum, sondern Stagnation – eine herbe Enttäuschung vor dem Hintergrund einer beeindruckenden Wachstumshistorie. Ansonsten: vom Euroraum über Großbritannien, Japan oder Indien bis zu den Vereinigten Staaten dicke Minuszeichen in der Tabelle zur realwirtschaftlichen Entwicklung.

Das vor uns liegende Jahr 2021 wird nach unserem Verständnis eine Rückkehr zu Wachstum und Prosperität bringen. Volkswirtschaften gleichen mitunter einer Stahlfeder in einem Stoßdämpfer: Je stärker die Feder zusammengedrückt wird, desto heftiger springt sie auseinander, sobald der Druck nachlässt. Für das kommende Jahr erwarten wir ein gewisses Nachlassen des Drucks. Die Menschheit hat Schritt für Schritt gelernt, mit der Corona-Pandemie umzugehen. Auch ist die Entwicklung von Impfstoffen weit gediehen. Viele forschende Pharmaunternehmen haben die ersten Stufen im Testprozedere erfolgreich absolviert. Mit einem Impfstoff und perspektivisch mit entsprechenden Medikamenten wird die Seuche zweifelsohne an Schrecken verlieren.

Für 2021 erwarten wir im LBBW Research einen Zuwachs der Weltproduktion von gut 5 %. Für viele Länder heißt dies zwar: Die Verluste aus der Rezession im Zuge der grassierenden Corona-Pandemie und aufgrund der Maßnahmen zu deren Eindämmung sind damit noch nicht aufgeholt; bis es soweit ist, müssen wir uns in den meisten Fällen bis zum übernächsten Jahr gedulden. Aber: Die Corona-Abwärtsspirale lässt sich durchbrechen! Grund zur Kursbestimmung sieht auch die Europäische Zentralbank unter Führung von Frau Lagarde. Eine neue geldpolitische Strategie einschließlich einer Neudefinition der Inflationsrate wird uns alle für lange Zeit über negative Realzinsen belasten.

Ich verrate Ihnen kein Geheimnis, wenn ich sage: Nicht alles wird 2021 gut! Der zurückliegende US-Wahlkampf oder das unwürdige Hickhack um den Brexit haben uns gezeigt, wie wertvoll verlässliche politische Institutionen sind. Die Welt steht wieder einmal vor umwälzenden Veränderungen. Waren es vor 100 Jahren Industrialisierung und die soziale Frage, sind es heute Digitalisierung und Klimawandel. Wir setzen darauf, den Wandel geordnet hinzubekommen. Dabei hat damals wie heute eine Pandemie Sprengkraft entwickelt, die Prozesse beschleunigt und das Zeug dazu, Systeme massiv zu verändern. Je stärker wir glauben, dass alleine der Staat dies steuern kann, desto höher könnte das Risiko sein, dass sich der Staat übernimmt. Lassen wir der kreativen Kraft des Unternehmertums Raum! Lassen wir Neues zu, sichern wir Grundrisiken ab, bleiben wir offen! Und verlassen wir bitte den Weg in eine Vollkaskogesellschaft! Sie wird uns am Ende nicht helfen.

Für das kommende Jahr sind Bundestagswahlen anberaumt. Es ist an der Politik, auch in einer Zeit nach Corona das Land nach vorn zu bringen. Flexibilität und Entscheidungsfreude dürfen mit der Entwicklung eines Corona-Impfstoffs nicht enden!

Also: Grund zur Kursbestimmung!

Wir wünschen Ihnen für Ihre individuelle Kursbestimmung 2021 eine ertragreiche Lektüre des Ihnen vorliegenden Jahresausblicks.

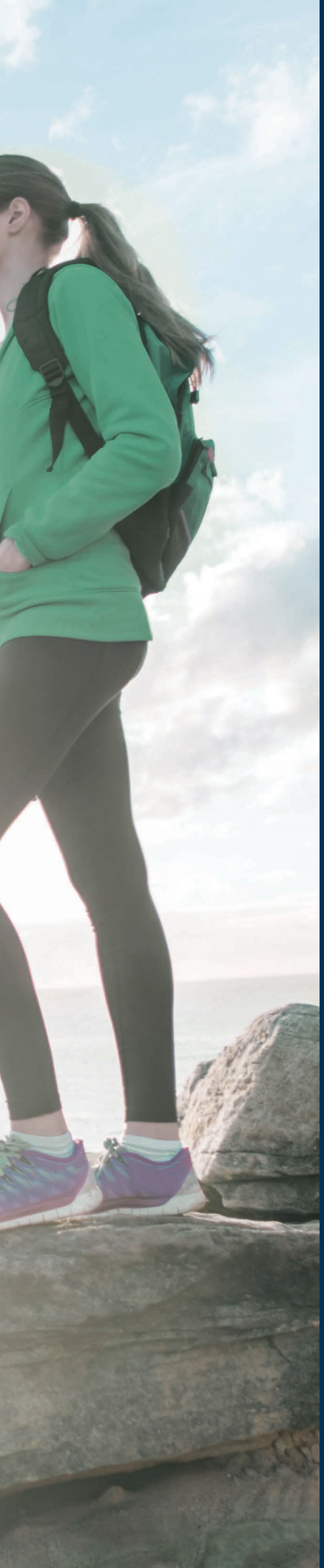
Vor allem: Bleiben Sie gesund!

Ihr

Uwe Burkert
Chefvolkswirt und
Leiter des Konzernbereichs Research

02

Wirtschaftsausblick



Wirtschaftsausblick

Das Jahr 2020 klingt aus. Vom ökonomischen Standpunkt aus lässt sich sagen: Nach den Stürmen des zweiten Quartals flaute der Wind zunächst etwas ab. In Deutschland genauso wie in vielen anderen Ländern machte die Wirtschaft in der Folge vieles wett von dem, was die Corona-Pandemie und die Maßnahmen zu deren Eindämmung zuvor weggerissen hatten. Den Blick nach vorne gewandt, zeigt sich indes, dass der Wind aktuell wieder zulegt: Zeit, den Kurs neu zu bestimmen.

4,5%

Für den Euroraum erwarteter Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Leistung 2021

02.1 Weltwirtschaft: Erholung von der Jahrhundertrezession.

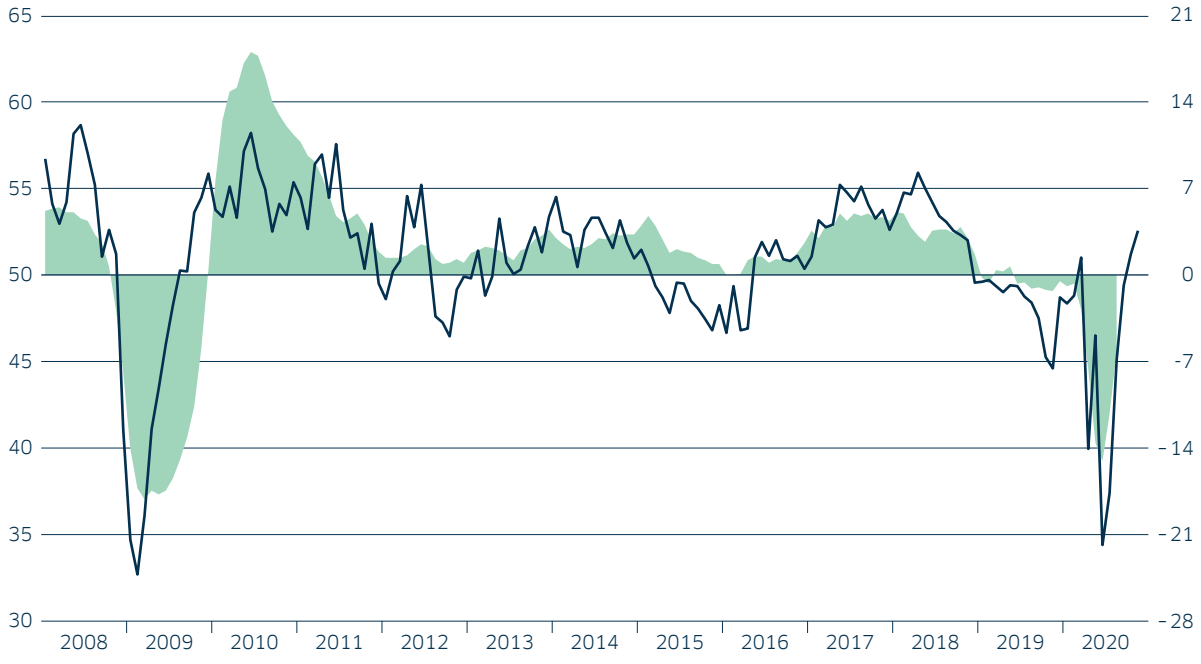
Wiederaufstieg aus dem tiefen Tal ist im Gange.

Matthias Krieger

Im Zuge der Covid-19-Pandemie ist die Weltwirtschaft in die schwerste Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg gefallen. Betroffen sind sowohl die Industrie- als auch die Schwellenländer. Massiv leiden die ärmsten Staaten der Welt. Aufgrund großflächiger »Shutdowns« und »Lockdowns« brach in den vom Corona-Virus heimgesuchten Ländern nicht nur die lokale Produktion zusammen. Vielmehr hatte eine enge Vernetzung der Weltwirtschaft zur Folge, dass sich durch den Ausfall von Lieferketten kaum eine Region der Welt der Krise entziehen konnte. Besonders schwer betroffen sind bei alledem bestimmte Sektoren des Dienstleistungsgewerbes. Der Tourismus und die Gastronomie weisen derzeit die massivsten Einbrüche und die höchsten Verluste an Arbeitsplätzen auf. Die Weltproduktion dürfte im Jahr 2020 um rund vier Prozent eingebrochen sein.

Vor diesem Hintergrund schlug sich der Welthandel besser als erwartet. Für diesen war im Zuge der Ausbreitung der Krise zunächst das Allerschlimmste zu befürchten gewesen. Zwar waren und sind die Einbrüche im realen Welthandelsvolumen im Zuge der Krise massiv; sie fallen aber deutlich geringer aus als beispielsweise zur Zeit der Finanzkrise. Und schneller als damals weisen inzwischen bei den wichtigen Einkaufsmanagerindizes die »New Export Orders« wieder nach oben, speziell für die als Frühindikator des Welthandels geltenden Länder Vereinigten Staaten

Welthandelsvolumen real vs. PMI New Export Orders China & USA.



Durchschnitt PMI »New Export Orders« USA & China (Vorlauf 2 Monate; linke Skala)
Welthandelsvolumen real (in % Y-Y, MAV 3M; rechte Skala)

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

und China. Hier ist die Marke von 50 mittlerweile wieder überschritten; der Welthandel hat auf Expansion umgeschwenkt.

Offenbar legen Unternehmen in allen Ländern größten Wert auf eine schnelle Reparatur ihrer Lieferketten. Dies scheint sogar inmitten einer anhaltenden Pandemie zu gelingen. Die Welthandelsorganisation hat ihre Prognose für das Volumen des Welthandels 2020 inzwischen von einem Einbruch um 13% bis 32% gemäß April-Prognose auf zuletzt noch –9,2% revidiert. 2021 soll der Welthandel um 7,2% wachsen.

Diese Entwicklung stellt das zum Höhepunkt der Krise oft zu hörende »Neue Credo« von der »De-Globalisierung« und der »Re-Nationalisierung« der Produktion in Frage. Die Internationalität unternehmerischer Netzwerke bedeutet eine Diversifizierung gegenüber den Risiken einer rein nationalen Produktion. Leidet ein Land unter einem Herunterfahren der eigenen Wirtschaft, können die Unternehmen mit Vorprodukten aus aktuell weniger betroffenen Staaten weiterarbeiten. Auf diese Weise können in einem betroffenen Land Versorgungsengpässe vermieden werden. Eine sinnvolle Diversifizierungsstrategie darf nicht darauf zielen, ganze Lieferketten in das eigene Land zurückzuverlagern! Das Ziel muss eher sein, den Bezug von Vorprodukten auf verschiedene Hersteller in verschiedenen Regionen und Ländern zu verteilen, auch innerhalb des eigenen Landes. Ein solches Vorgehen könnte, in Verbindung mit einer allfälligen Digitalisierung und einer »Dekarbonisierung«, zu einer völlig neuen Stufe von »Internationalisierung« führen.

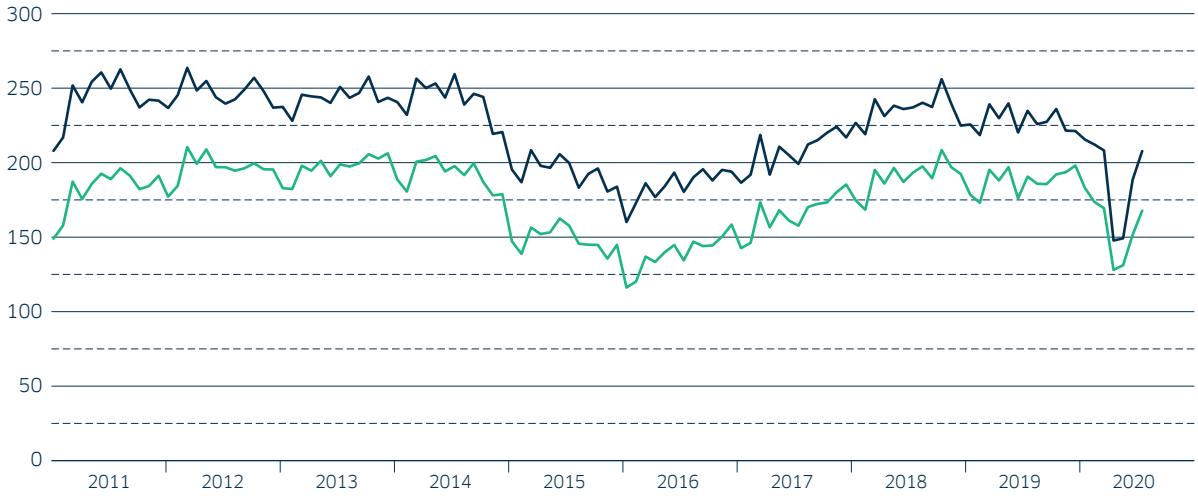
In unserem Basisszenario für 2021 gehen wir davon aus, dass es in den Industrieländern und in den für die globalen Lieferketten neuralgischen Schwellenländern zu keinem flächendeckenden Herunterfahren der Wirtschaft mehr wie im Frühjahr kommen wird. Dank inzwischen hinreichender Erfahrungen im Umgang mit dem Virus sollte diese Staatengruppe in der Lage sein, lokale Ausbrüche auch lokal einzudämmen: »Lockdown light«. Damit dürften die globalen Zulieferketten mit Blick auf 2021 hinreichend funktionsfähig bleiben, und speziell das Verarbeitende Gewerbe dürfte sich weltweit weiter erholen.

Allerdings erwarten wir von Zeit zu Zeit lokale Rücksetzer, die die Erholung bremsen. Darüber hinaus werden wohl große Teile des Dienstleistungssektors weltweit stark unter Druck bleiben. Insbesondere die Tourismusbranche dürfte frühestens dann wirklich genesen, wenn ein Impfstoff gegen Covid-19 verfügbar sein wird. Die Weltwirtschaft insgesamt wird noch längere Zeit unter den Folgen der Pandemie leiden. Wir gehen davon aus, dass das Produktionsniveau der Welt insgesamt aus der Zeit unmittelbar vor Ausbruch der Pandemie erst spät im Jahr 2021 wieder erreicht sein wird. Für 2021 rechnen wir mit einem Anstieg der Weltproduktion um 5,4%.

Für die **Industrieländer** erwarten wir für 2021 vor dem geschilderten Hintergrund eine spürbare wirtschaftliche Erholung. Der Einbruch in den Vereinigten Staaten 2020 war unterm Strich moderater als in manchem anderen Industrieland. Dafür dürfte die Erholung 2021 ebenfalls moderater ausfallen. Wir gehen hier von einem Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Leistung um 3,6% aus. Der Euroraum kämpft dieser Tage gegen eine zweite Infektionswelle. Nach einem Einbruch der Wirtschaftstätigkeit um 9% im laufenden Jahr sollte diese im kommenden Jahr um 4,5% zulegen. China, Ursprungsland der Pandemie, dürfte mit Hilfe kräftiger staatlicher Unterstützung 2021 einen Anstieg der Wirtschaftsleistung um rund 7,5% zuwege bringen. Japan wies schon vor der Corona-Krise eine latente Wachstumsschwäche auf, die, primär demografiebedingt, anhalten dürfte. Die 2021er-Wachstumsrate schätzen wir dort auf knapp 3%.

In den **Schwellenländern** ist die Lage durchwachsen. Ein in vielen Staaten mangelhaft ausgestattetes Gesundheitswesen, unzureichende Test- und Nachverfolgungskapazitäten sowie fehlende staatliche Strukturen zur Durchsetzung von Eindämmungsmaßnahmen erschweren vielerorts die Bekämpfung der Pandemie. Hinzu kommt in einigen Staaten eine gewisse Leugnung der Virusgefahren. Ähnlich, wie dies bis zuletzt in den Vereinigten Staaten der Fall war, hat in Brasilien der Staatspräsident das Virus verniedlicht, was massiv zur Ausbreitung der Pandemie beitrug. In solchen Staaten ist immer wieder mit größeren Infektionsschüben zu rechnen, die die wirtschaftliche Erholung zweifelsohne verlangsamen werden. Auch Staaten, in denen es wie in Indien an bestimmten staatlichen Strukturen fehlt, werden wohl immer wieder mit Ausbrüchen zu kämpfen haben. Als Grundregel gilt für uns: Je entwickelter und je besser regiert ein Schwellenland, desto nachhaltiger die wirtschaftliche Erholung 2021. Für die Ländergruppe insgesamt, China herausgerechnet, erwarten wir für 2021 einen Anstieg der Produktion um rund 5,6%. Auch mit Blick auf den Außenhandel der Emerging Markets, gleichfalls ex China, zeichnete sich zuletzt eine Trendwende

**Emerging Markets (EM) ohne China:
Exporte in Industrieländer und in andere EM (in Mrd. US-Dollar).**



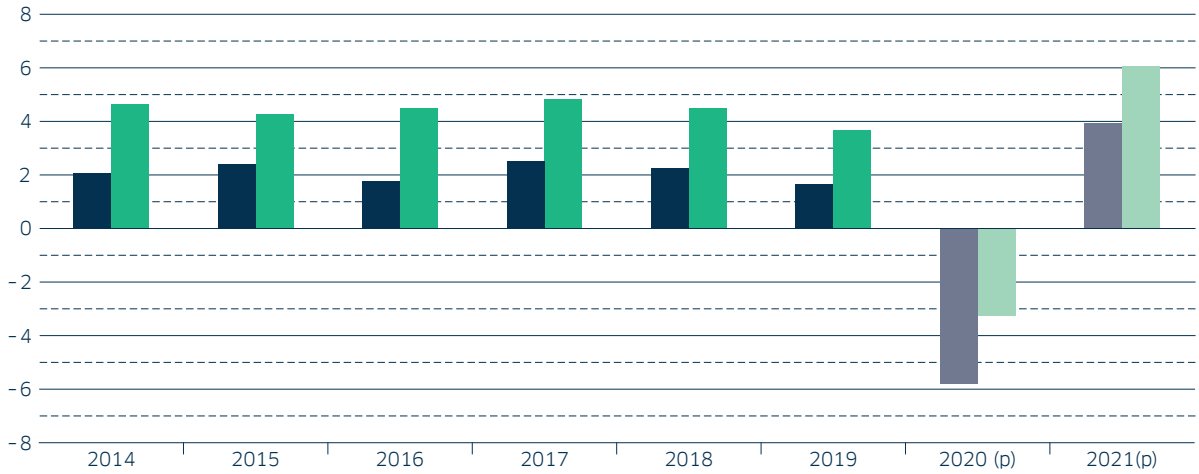
EM ohne China: Exporte in Industrieländer (in Mrd. US-Dollar)
EM ohne China: Exporte in andere EM (in Mrd. US-Dollar)

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

ab. Der Einbruch der Exporte ist gestoppt; insbesondere die Ausfuhren in die Industrieländer haben sich zuletzt erholt. Eine zunehmende Nachfrage nach Rohstoffen und Vorprodukten im Rahmen einer Reparatur der globalen unternehmerischen Lieferketten sollte 2021 für anhaltende Impulse sorgen.

So, wie dies auch viele Industriestaaten tun, stützen darüber hinaus viele Schwellenländer ihre Binnennachfrage durch eine expansive Geldpolitik und durch staatliche Konjunkturprogramme. Glücklicherweise sind in den meisten Schwellenländern von weltwirtschaftlicher Relevanz die Staatsfinanzen vergleichsweise solide aufgestellt. Zudem sind die einheimischen Kapitalmärkte inzwischen vielfach hinreichend entwickelt, um nicht, wie oftmals in der Vergangenheit, auf Fremdwährungskredite aus dem Ausland zurückgreifen zu müssen. Eine pandemische Schuldenkrise in den Schwellenländern erwarten wir nicht. Allerdings gibt es Staaten wie die Türkei, die wir schon vor der Krise skeptisch betrachteten. Im Zuge hoher Infektionsraten, einer schweren Rezession 2020, einer nur schwachen Erholung ab 2021 und schlechter politischer Führung steigt hier die Gefahr von Zahlungsausfällen.

BIP (in %): Entwickelte Staaten vs. Schwellenländer mit IWF-Prognose.



Entwickelte Staaten
Schwellenländer
(p) = IWF-Prognose

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

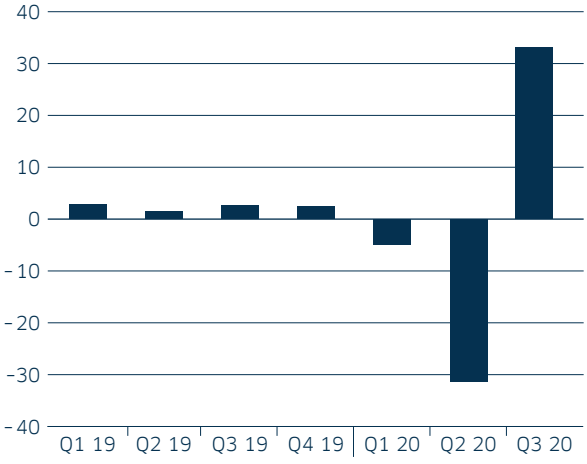
02.2 US-Wirtschaft trotzt einem chaotischen Corona-Management.

Einbruch 2020 geringer als in anderen Industriestaaten.

Dirk Chlench

Die Corona-Pandemie und die damit verbundenen Einschränkungen des öffentlichen Lebens haben im zu Ende gehenden Jahr auch in den Vereinigten Staaten zu einem historisch beispiellosen Einbruch der Wirtschaftsleistung geführt. So schrumpfte das US-Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal, auf das Jahr hochgerechnet, um sage und schreibe 31 %.

US-Bruttoinlandsprodukt (annualisierte Quartalsraten, in %).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Die wirtschaftspolitischen Akteure versuchten nach Kräften, sich gegen die Einbußen aus der Pandemie zu stemmen. Die US-Notenbank Fed reduzierte 2020 ihr Zielband für den Tagesgeldsatz in zwei Schritten von zuvor 1,50 % bis 1,75 % auf 0,00 % bis 0,25 %. Wichtiger noch: Sie erhöhte das Volumen ihrer Käufe von US-Staatsanleihen und hypothekenbesicherten Wertpapieren merklich. Zudem legte die Fed neugeschaffene Kreditfazilitäten auf.

Derweil beschloss der US-Kongress Ende März ein Rettungspaket im Volumen von geschätzt 2,3 Bio. US-Dollar. Dies entsprach rund zehn Prozent der US-Wirtschaftsleistung eines Jahres. Das Programm sah unter anderem einen Scheck von jeweils 1.200 US-Dollar für jeden erwachsenen US-Bürger vor sowie eine Aufstockung der Arbeitslosenhilfe um 600 US-Dollar pro Woche für jeden Empfangsberechtigten. Die üppigen Hilfsmaßnahmen verfehlten ihre Wirkung nicht. Sie hoben die Stimmung der Unternehmen und die Laune der Verbraucher. Eine rasche Erholung des US-Aktienmarktes dürfte hierzu ihren Teil beigetragen haben. Vor diesem Hintergrund verwundert es kaum, dass sich ab dem dritten Quartal eine Aufwärtsbewegung bei der gesamtwirtschaftlichen Leistung abzeichnete.

Seit September nimmt in den Vereinigten Staaten die Anzahl der Corona-Neuinfektionen wieder zu. Mittlerweile sind dort mehr als 240.000 Menschen im Zusammenhang mit Covid-19 gestorben, mehr als in jedem anderen Staat der Erde. Gleichwohl ist bislang nicht zu erkennen, dass das Wiederaufflammen der Pandemie zu einer spürbaren Eintrübung der Stimmung bei Unternehmen und Verbrauchern geführt hat. Für 2020 insgesamt erwarten wir einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 3,6 %. Somit wird der Absturz der US-Wirtschaft, trotz chaotischem Corona-Management, weniger tief ausfallen als im Euroraum oder im Vereinigten Königreich.

US-Wirtschaft Ende 2021 wohl wieder auf Vorkrisenniveau.

2021 sollte die US-Wirtschaft wieder in ruhigeres Fahrwasser gelangen. Den persönlichen Verbrauch dürfte die Fiskalpolitik stützen. Der designierte US-Präsident Joe Biden wird im neuen Jahr versuchen, sein Wahlprogramm umzusetzen. Dieses operiert unter anderem mit umfangreichen Steuergutschriften für Kinder und für die Kinderbetreuung. Derartige Transfers werden, sollten sie Wirklichkeit werden, besonders

Bevölkerungsgruppen mit geringem Einkommen adressieren. Diese weisen eine relativ niedrige Sparquote auf. Der etwaige fiskalpolitische Stimulus dürfte daher der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage ohne große Abstriche zugutekommen. Darüber hinaus wird auch nur eine ansatzweise Umsetzung des Wahlkampfversprechens von Joe Biden, innerhalb seiner Amtszeit 2 Bio. US-Dollar für Infrastruktur und Umweltschutz auszugeben, die Verbrauchs- und Investitionsausgaben des Staates in die Höhe treiben.

Dem steht entgegen, dass unter Biden die Investitionsneigung der Unternehmen einen Dämpfer erhalten könnte, so wegen des Vorhabens, den Körperschaftsteuersatz auf 28 % zu erhöhen. Zudem mag eine, wie angekündigte, geplante Erhöhung des Mindestlohnes auf 15 US-Dollar pro Stunde in Verbindung mit angestrebten Maßnahmen zur Stärkung der Gewerkschaftsmacht die volkswirtschaftliche Gewinnquote einengen und die Investitionslaune trüben.

Unterm Strich ist die Wirkung aller Maßnahmen, die Biden angekündigt hat, vorderhand nur schwer zu bestimmen. Ins Kalkül zu ziehen ist, dass eine erhöhte Konsumnachfrage üblicherweise nachfolgend die Investitionen antreibt. Dieser »Akzelerator-Effekt« wird nach aller Erfahrung eine etwaige steuerinduzierte Eintrübung der Investitionslaune weit überkompensieren. Die von verschiedenen Seiten geäußerte Einschätzung, dass ein Wahlsieg Donald Trumps besser für die US-Wirtschaft gewesen wäre, ist durch nichts gedeckt und erheblich in Zweifel zu ziehen.

Wir erwarten, dass die US-Wirtschaft im Schlussquartal 2021 ihr Vorkrisenniveau wieder erreichen wird. Diese Prognose setzt freilich voraus, dass die Corona-Pandemie nicht neuerlich eskaliert und es nicht zu einem erneuten »Lockdown« der US-Wirtschaft kommt. Für das Gesamtjahr 2021 ergibt sich die Prognose einer Zuwachsrate des Bruttoinlandsprodukts von 3,6 %.

Rezession dämpft Preisauftrieb.

Die Rezession hat den Preisauftrieb im Land merklich gedämpft. Beim Konsumentenpreisindex sank die Veränderungsrate gegenüber dem Vorjahresvergleichsmonat von 2,5 % im Januar 2020 bis auf 0,2 % im Mai. Danach zog sie wieder bis auf Werte leicht oberhalb von einem Prozent an. Aufs große Ganze gesehen ist der Einbruch der US-Wirtschaft in der ersten Jahreshälfte 2020 so groß gewesen, dass noch für eine geraume Zeit eine Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Produktionskapazitäten zu beklagen sein dürfte. Dies wird zweifellos dämpfend auf die Preisniveauentwicklung wirken. Dessen ungeachtet dürfte der Tiefpunkt der Inflation hinter uns liegen. Der 2020 gesehene Einbruch des Rohölpreises wird im Jahr 2021 als Entlastungsfaktor wegfallen. Auf vorgelagerten Produktionsstufen sind bereits wieder steigende Einstandspreise zu verzeichnen. Durch die Umsetzung der von Joe Biden im Wahlkampf gemachten Vorschläge werden zudem wohl die Personalkosten der Unternehmen ansteigen. Dies sollte zu einem Preisauftrieb auf Endverbraucherebene beitragen, auch wenn deren Überwälzung auf die Konsumentenpreise angesichts besagter Unterauslastung der Kapazitäten nur teilweise gelingen dürfte. Im Ergebnis gehen wir davon aus, dass die Inflationsrate anziehen wird, und zwar von prognostiziert 1,2 % im Jahr 2020 auf 1,9 % im Jahr 2021.

02.3 China: »V«-förmige Erholung im »Reich der Mitte«.

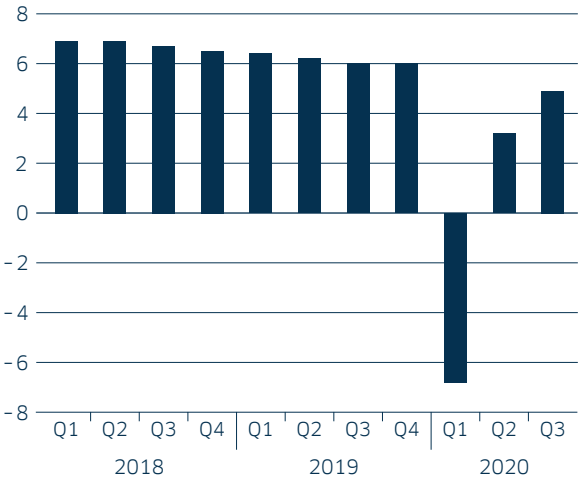
Staatlich administrierter Aufschwung.

Matthias Krieger

Das SARS-CoV-2-Virus stammt aus China. Die Volksrepublik war dessen erstes Opfer. China riegelte im ersten Quartal des zu Ende gehenden Jahres die Millionenstadt Wuhan komplett von der Außenwelt ab. Maßnahmen wie diese führten relativ schnell zum Erfolg, und es scheint, als könnte das »Reich der Mitte« eine schwere zweite Infektionswelle vermeiden: Grundvoraussetzung für jede nachhaltige realwirtschaftliche Erholung.

Die chinesische Wirtschaft hat nach einem sehr starken Einbruch im ersten Quartal, als die Wirtschaftsleistung des Landes um 6,8% rückläufig war, rasch auf einen Wachstumspfad zurückgefunden. Im zweiten Quartal legte das Bruttoinlandsprodukt auf Jahresbasis um 3,2% zu, im dritten dann um 4,9%. Damit dürfte China, im Gegensatz zu allen westlichen Industriestaaten, selbst im Jahr der schärfsten Weltrezession seit dem Zweiten Weltkrieg einen Zuwachs seiner Wirtschaftsleistung melden, wenngleich mit von uns geschätzten 2,0% einen für chinesische Verhältnisse bescheidenen Zuwachs.

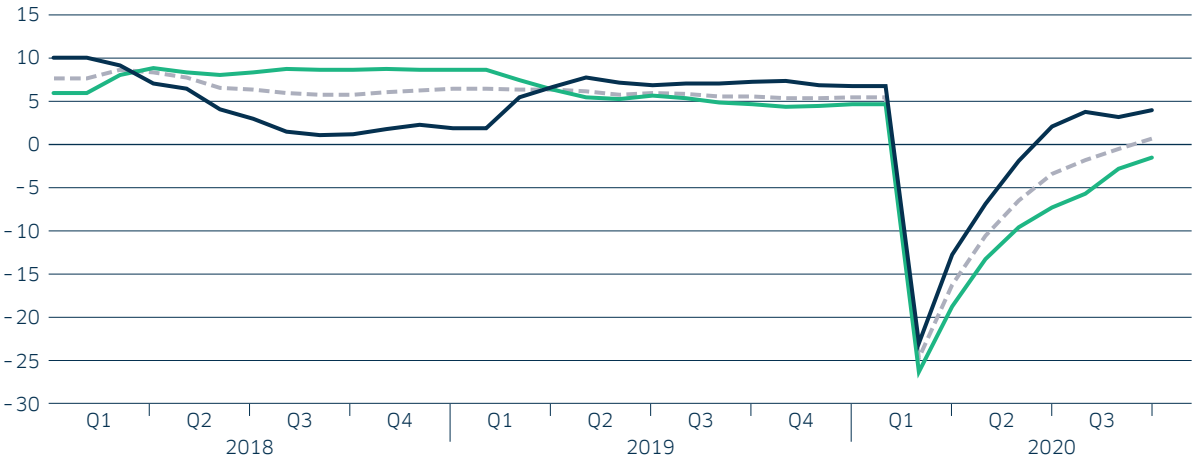
BIP-Wachstum Chinas (in % Y-Y).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Verfügt China über das »überlegene« Wirtschaftssystem? Soweit würden wir dann doch nicht gehen. Ein Blick auf die Investitionstätigkeit zeigt, was hinter der Legende steht.

Investitionstätigkeit: Staatsbetriebe vs. Privatunternehmen (in % Y-Y).



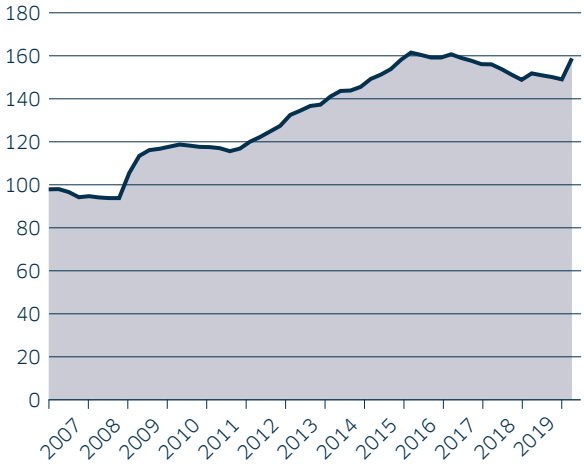
China: Investitionen der Unternehmen — Staatsunternehmen — Privatunternehmen

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Um soziale Unruhen zu vermeiden, setzt Chinas Regierung alles daran, den »Tanker« auf Kurs und in Fahrt zu halten. Dabei ist das Wachstum der privaten Investitionen auf Jahresbasis noch immer negativ, und der private Konsum »berappelt« sich erst allmählich. Vor diesem Hintergrund weist die Regierung ihre Staatsunternehmen an, kräftig zu investieren. Der Aufschwung wird also stark von einer staatlich generierten Investitionsnachfrage getragen. Dabei nimmt die politische Führung direkt Einfluss auf die Investitionstätigkeit eines großen Teils der Unternehmen.

Die Rentabilität der Investitionen spielt eine untergeordnete Rolle. In China treibt vor allem ein rascher Anstieg der Investitionen oft wenig innovativer Unternehmen die Konjunktur. Dies hilft kurzfristig, Ausfälle im Außenhandel und beim privaten Konsum zu kompensieren und rasch wieder Wachstum zu generieren, schafft aber auf eine längere Sicht Probleme. Die in einigen Sektoren ohnehin schon hohen Überkapazitäten und die Verschuldung der Staatsunternehmen steigen weiter: eine große Hypothek für die Zukunft.

Verschuldung der chinesischen Unternehmen (in % des BIP).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Bereits in der Finanzkrise verfuhr China nach dieser »Blaupause«. Die Volksrepublik legte 2009 ein gigantisches Konjunkturpaket auf. Seither ist die Verschuldung der chinesischen Unternehmen, bezogen auf die Wirtschaftsleistung des Landes, von Werten unterhalb von 100 % bis in Regionen um die 160 % gestiegen. Zum Vergleich: Für Deutschland liegt der Vergleichswert bei 60 %, für die Vereinigten Staaten bei 80 %. Aus der Schuldenlast vor allem der chinesischen Staatsunternehmen baut sich hoher Konsolidierungsbedarf für die Zukunft auf, der das Potenzialwachstum der chinesischen Volkswirtschaft dereinst mal deutlich senken wird. Derweil hält es Chinas Führung, wie es aussieht, mit John Maynard Keynes: »Auf lange Sicht sind wir alle tot.«

Wir erwarten keine schwere zweite Infektionswelle für China. Die wirtschaftliche Erholung dort dürfte sich zunächst fortsetzen. Die Regierung administriert sich einen »V«-förmigen Aufschwung herbei. Wir veranschlagen den Zuwachs der gesamtwirtschaftlichen Leistung Chinas 2021 auf 7,5 %.

Eine rasche Erholung im »Reich der Mitte« ist, unabhängig davon, wie sie zustande kommt, für alle Handelspartner des Landes eine gute Nachricht. Zuletzt hat sich der chinesische Außenhandel auch mit den Vereinigten Staaten wieder normalisiert, trotz Pandemie und diverser Handelsstreitigkeiten. Ex- und Importe liegen hier annähernd auf den Vergleichswerten aus der Zeit vor der Corona-Krise. Eine wirtschaftliche »Abkoppelung« Chinas ist offenbar viel schwieriger, als dies aus den Vereinigten Staaten verschiedentlich zu hören ist. Spannend wird, wie sich das Verhältnis zwischen Washington und Peking in der neuen US-Legislatur gestaltet. Auch Biden ist gegenüber China skeptisch eingestellt. Dabei erscheint er als wesentlich rationaler und dem Rat von Experten zugänglicher als sein Vorgänger im Amt des US-Präsidenten.

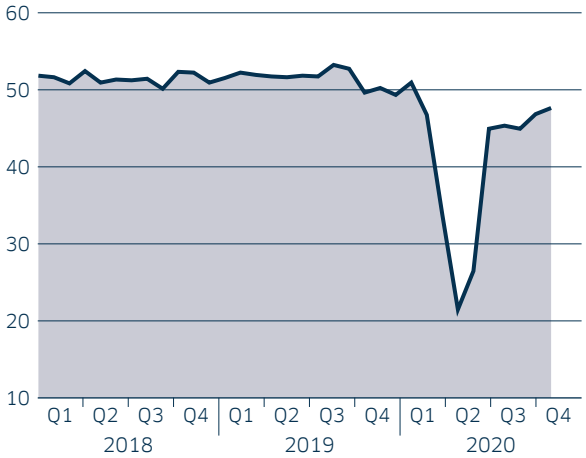
02.4 Japan: Kontinuität in der Krise.

Stabübergabe an Yoshihide Suga signalisiert Kontinuität.

Matthias Krieger

Ein Blick auf die Corona-Infektionszahlen belegt: Japan ist bislang erheblich besser durch die Pandemie gekommen als die meisten westlichen Industriestaaten. Als große Exportnation leidet das Land dennoch massiv unter der Krise. 2020 dürfte die Wirtschaftsleistung der drittgrößten Volkswirtschaft der Welt rund 5 % unter dem Vorjahreswert liegen. Die Erholung in China sowie bessere Wirtschaftsdaten aus Europa und aus den Vereinigten Staaten sollten, den Blick nach vorne gewandt, derweil die japanische Exportwirtschaft stützen. Die Talsohle dürfte durchschritten sein. Zwar steigt die Arbeitslosenquote weiter an. Bei den Einkaufsmanagerindizes zeigt sich aktuell aber eine Erholung. Im anbrechenden Jahr dürften der japanischen Wirtschaft auch binnenwirtschaftliche Auftriebskräfte zugutekommen.

PMI Manufacturing (Jibun Bank; Indexpunkte).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Auch nach der kürzlich erfolgten Stabübergabe von Premierminister Shinzo Abe an seinen früheren Kabinettssprecher Yoshihide Suga wird die Fiskalpolitik in Japan aller Voraussicht nach unverändert stark expansiv bleiben. Dem neuen Regierungschef, einem profunden Kenner administrativer Prozesse, trauen wir den einen oder anderen Impuls zum Bürokratieabbau zu – ein Punkt, an dem Vorgänger Abe beständig scheiterte. Innerhalb der japanischen Zentralbank wird es demgegenüber bis auf Weiteres zu keinen substantiellen personellen Veränderungen kommen. Die Geldpolitik sollte in der bisherigen Art und Weise fortgeführt werden: gleichfalls stark expansiv.

Essentiell für die Perspektiven des Jahres 2021 ist naturgemäß der Fortgang der Pandemie. Ein größeres partielles Herunterfahren der Wirtschaftstätigkeit aufgrund von Corona-Maßnahmen bleibt in Japan bis auf Weiteres eher unwahrscheinlich. Insofern sehen wir kurzfristig signifikantes Erholungspotenzial dort. Bei alledem leidet Japans Wirtschaft weiter unter einer Alterung seiner Bevölkerung und unter einer Schwäche der Binnennachfrage. Insgesamt rechnen wir für das kommende Jahr mit einem nur mäßigen Anstieg des Bruttoinlandsprodukts Japans um knapp 3 %.

02.5 Vereinigtes Königreich.

Toxische Mischung würgt Konjunktur ab.

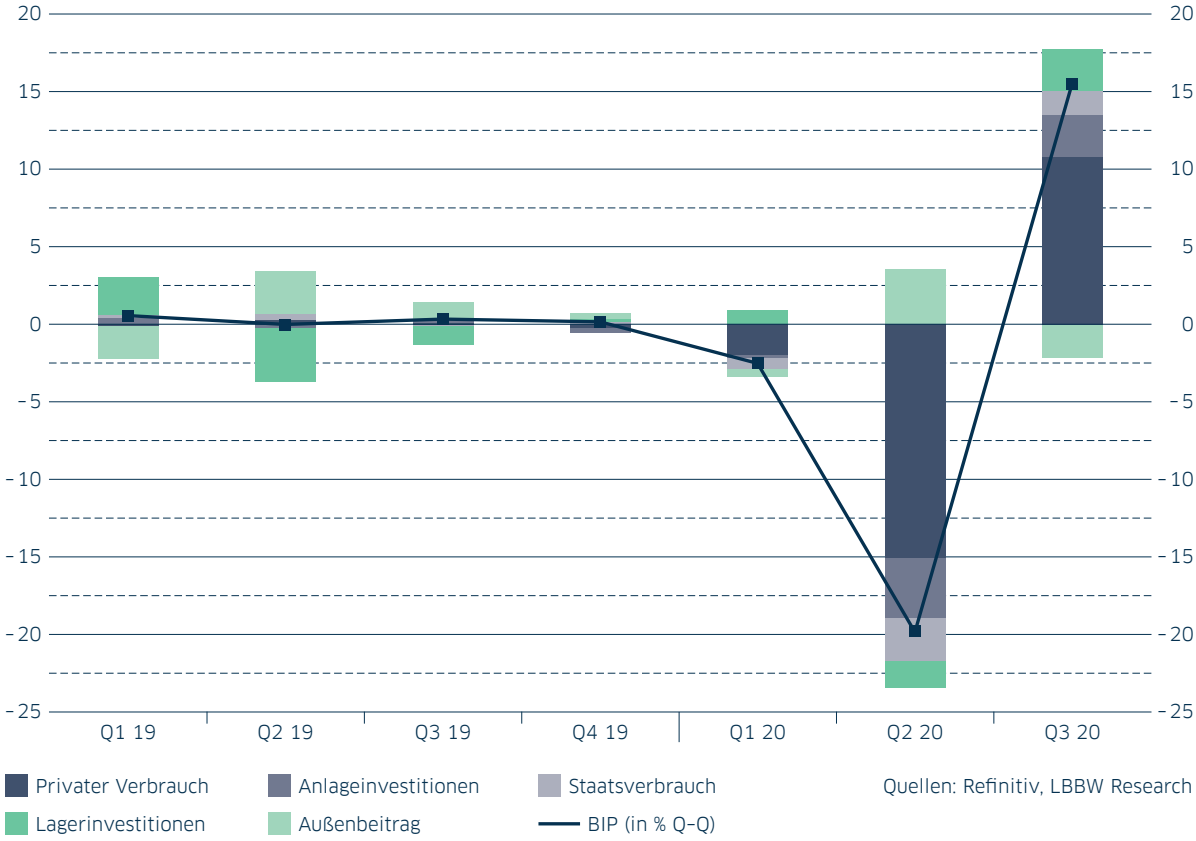
Dr. Katja Müller

Unsicherheit durch Brexit.

Die britische Volkswirtschaft hatte im zu Ende gehenden Jahr nicht nur ein Päckchen zu tragen, sondern gleich zwei zentnerschwere Lasten: den Brexit und die Corona-Pandemie. Gleich zu Jahresbeginn stand das Ringen um den Vertrag zum Austritt aus der Europäischen Union an. Anfang Februar verließ das Vereinigte Königreich offiziell den Staatenverbund. Damit begann die von der EU und den Briten ausgehandelte Übergangsphase bis 31. Dezember 2020. Während dieser Phase gilt für das Vereinigte Königreich grundsätzlich weiterhin das EU-Recht, und der Inselstaat bleibt Teil des EU-Binnenmarktes sowie der EU-Zollunion. Der Idee nach sollte die Zeit genutzt werden, um über die künftigen Beziehungen zueinander zu verhandeln. Im Frühjahr wurden die ohnehin schon problematischen Verhandlungen durch den Ausbruch der Corona-Pandemie weiter erschwert. Die Möglichkeit zur Verlängerung der Frist ließ die britische Seite zum 1. Juli ungenutzt verstreichen.

Auch im Verlauf des Sommers erzielten die EU und das Vereinigte Königreich keine Einigung. Strittige Punkte blieben die Fischereirechte, die von der EU geforderten gleichen Wettbewerbsbedingungen und die Rolle des Europäischen Gerichtshofs bei der Schlichtung von Handelsstreitigkeiten. Im September kam mit dem Entwurf zum Binnenmarktgesetz ein weiterer

Vereinigtes Königreich: BIP (in % Q–Q) mit Wachstumsbeiträgen (in Prozentpunkten).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

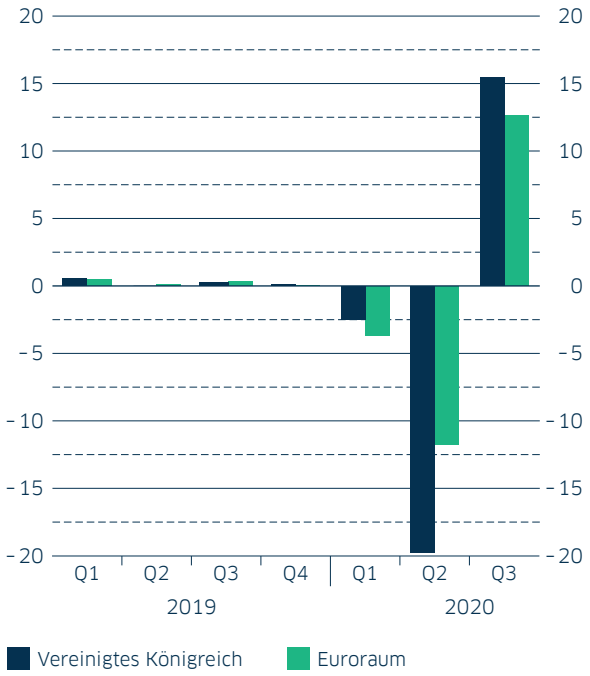
Streitfaktor hinzu. Dieses Gesetz der britischen Regierung würde bei Inkrafttreten Teile der mühsam ausgehandelten Nordirland-Regelung des Austrittsabkommens untergraben. Die EU forderte eine Rücknahme und leitete rechtliche Schritte gegen das Vereinigte Königreich ein.

Corona-Krise als Brandbeschleuniger.

Die schon vom Brexit stark belastete Wirtschaft der Insel wurde von der Eskalation der Corona-Pandemie im Frühjahr mit voller Wucht getroffen. Eine toxische Mischung aus Corona-Beschränkungen und Unsicherheit über die weitere Entwicklung nach der Brexit-Übergangszeit ließ sowohl die Investitionen als auch den privaten Konsum dramatisch abstürzen. Bereits im ersten Quartal war jeweils ein Rückgang im Vergleich zum Vorquartal zu verzeichnen gewesen. Im Frühjahrsquartal brachen die Bruttoanlageinvestitionen und die privaten Konsumausgaben dann gar um mehr als 20% im Vergleich zum Vorquartal ein. Der Rückgang des Bruttoinlandsprodukts in Höhe von knapp 20% fiel sehr viel drastischer aus als beispielsweise im Euroraum. Im dritten Quartal fand zwar angesichts von Lockerungen der Corona-Beschränkungen eine gewisse Erholung statt. Die zunehmende Angst vor einem Brexit ohne Freihandelsabkommen (»Hard Brexit«) zum 1. Januar 2021 sowie im Herbst stark ansteigende Corona-Infektionszahlen lassen aber für das Schlussquartal nicht auf eine ungebremste Fortsetzung der Erholung hoffen. Für das laufende Jahr gehen wir von einem Einbruch der Wirtschaftsleistung um insgesamt 10% aus. Damit dürfte das Vereinigte Königreich 2020 wohl spürbar schlechter abschneiden als andere große Industrienationen wie die USA oder Deutschland.

Durch die mutmaßlich stark ausgebremste Erholung zum Jahresende dürfte auch der statistische Überhang für das Bruttoinlandsprodukt im kommenden Jahr geringer ausfallen als zunächst nach dem starken Einbruch im Frühjahrsquartal vermutet. Die Belastungen durch einen »Hard Brexit« mit Zöllen und Zollkontrollen gemäß WTO-Regeln zum Jahresbeginn 2021 dürften die Verbesserung der Konjunkturlage zudem weiter behindern. Unsere Prognose für den Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts 2021 beträgt in diesem Szenario 4,0%. Sollte ein Freihandelsabkommen zwischen der Europäischen Union und dem Vereinigten Königreich bis Jahresende zustande kommen, könnte

BIP Vereinigtes Königreich und Euroraum (Q–Q%).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

die Erholung im kommenden Jahr mit einem Plus von 6,0% um zwei Prozentpunkte höher ausfallen. Unabhängig vom unterstellten Szenario wird die Aufholbewegung wohl nicht reichen, um bereits im kommenden Jahr wieder an das Vorkrisenniveau des BIP von Ende 2019 anzuknüpfen.

Negativzinsen voraus?

Die Corona-Pandemie zeitigte auch Auswirkungen auf die britische Geldpolitik. Noch zu Jahresbeginn 2020 befand sich der Leitzins der britischen Zentralbank mit 0,75% vergleichsweise komfortabel über der Nullmarke. Mit Zuspitzung der Corona-Krise senkten die Währungshüter ihren Leitzins dann in zwei Schritten auf 0,1%, flankiert von einer Aufstockung des laufenden Anleihekaufprogramms. Neben den negativen Folgen der Corona-Krise muss sich die Zentralbank auch mit den Risiken aus dem Brexit auseinandersetzen. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik ist denkbar. Neben einer weiteren Aufstockung des Anleihekaufprogramms sind auch negative Leitzinsen im Gespräch. Die Bank von England lässt die Umsetzung dieser Option konkret prüfen, um bei Bedarf handlungsfähig zu sein.

02.6 Schweiz

Einbruch im internationalen Vergleich glimpflich.

Dr. Katja Müller

Branchenstruktur verhindert Schlimmeres.

Auch in der Schweiz prägte die Corona-Pandemie im laufenden Jahr die Wirtschaftsentwicklung. Wie in vielen vergleichbaren Volkswirtschaften zeigte sich auch im Alpenland die volle Wucht der Auswirkungen der Corona-Krise im zweiten Quartal. Mit einem Minus von 7,3 % im Quartalsvergleich schrumpfte die Wirtschaftsleistung in der Schweiz so stark wie noch nie seit Beginn der vierteljährlichen Datenerhebung 1980. So heftig dieser Einbruch auch war: Er fiel doch weniger stark aus als in Deutschland oder im Euroraum insgesamt. In der Schweiz trug speziell die Branchenstruktur dazu bei, eine stärkere Rezession zu verhindern. Die gewichtige Chemie- und Pharmaindustrie steigerte ihre Wertschöpfung im zweiten Quartal sogar. Zwar war der Dienstleistungssektor, insbesondere das Gastgewerbe, von den coronabedingten Einschränkungen naturgemäß stark betroffen. Aber hier wirkte sich im internationalen Vergleich stabilisierend aus, dass der Anteil der tourismusorientierten Dienste an der gesamtwirtschaftlichen Leistung in der Schweiz geringer als in den meisten Nachbarländern ist.

Die bislang verfügbaren Indikatoren lassen für das Sommerquartal zwar auf einen starken Zuwachs der Wirtschaftsleistung schließen. Die Erholung im zweiten Halbjahr dürfte aber nicht genügen, um den Einbruch der ersten Jahreshälfte wettzumachen. Wir rechnen mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts 2020 um insgesamt 5 %, weniger gravierend als in Deutschland oder im Euroraum. Im kommenden Jahr dürfte sich die begonnene Konjunkturerholung mit einem Plus von 4 % fortsetzen. An das Vorkrisenniveau dürfte das Bruttoinlandsprodukt erst im Jahr 2022 wieder heranreichen.

Nach wie vor sind in der Schweiz Eindämmungsmaßnahmen in Kraft, die die Wirtschaft ausbremsen. Für die Exportnation ist daneben die weitere Entwicklung bei den Handelspartnern entscheidend. Besondere Bedeutung hat der Euroraum, in den fast die Hälfte der eidgenössischen Warenausfuhren gehen. Des Weiteren stellen die Vereinigten Staaten mit einem Exportanteil von knapp 15 % ein bedeutendes Abnehmerland dar.

Nach wie vor nicht abschließend geklärt ist das künftige Verhältnis zwischen der Eidgenossenschaft und der EU. Mittels eines Rahmenabkommens soll ein institutionelles Dach für die bilateralen Verträge zwischen der EU und der Schweiz gebaut werden. Nachdem die Schweizer Wähler die sogenannte »Begrenzungsinitiative« abgelehnt haben, die das Ende der bilateralen Verträge bedeutet hätte, können die Verhandlungen nun weitergeführt werden.

SNB als Fels in der Brandung.

Die Schweizerische Nationalbank (SNB) blieb auch während der Zuspitzung der Corona-Krise im Frühjahr der »Fels in der Brandung«. Unbeirrt behielten die Währungshüter ihren geldpolitischen Kurs bei. Der Leitzins verharrt ebenso wie der Einlagesatz mittlerweile seit mehr als fünf Jahren bei –0,75 %. Die angesichts der Corona-Krise enorme Unsicherheit im zweiten Quartal sorgte für rege Zuflüsse in den Schweizer Franken, der als »Sicherer Hafen« gilt. Die SNB konterte den Aufwertungsdruck wie schon in der Vergangenheit mit massiven Devisenmarktinterventionen zur Schwächung der eigenen Währung. Seit Mai haben die Währungshüter ihre Eingriffe am Devisenmarkt angesichts einer nachlassenden Risikoaversion wieder nach unten gefahren. Die zunehmende Eurostärke kam der Nationalbank hierbei sicher entgegen. Eine Änderung der Geldpolitik der SNB ist nach unserer Einschätzung vorerst nicht in Sicht.

02.7 Euroraum

»Wiederaufbaufonds«: Auf zu neuen Ufern?

Dr. Jens-Oliver Niklasch

Die Pandemie wird Europa dauerhaft verändern.

Ein berühmter Rat in der Politik lautet: »Verschwende nie eine Krise!« Zwar lässt sich diese Empfehlung in ruhigen Zeiten leichter geben, als sie in einer Krise zu beherzigen. Aber erkennbar sind im Euroraum in den vergangenen Monaten Weichenstellungen vorgenommen worden, deren Wirkungen weit in die Zukunft reichen werden. So wurde zur Jahresmitte in Brüssel der »Wiederaufbaufonds« aus der Taufe gehoben: ein Paket von 750 Mrd. Euro, davon 390 Mrd. Euro als nicht zurückzuzahlende Zuschüsse, mit dem die Europäische Union besonders von der Corona-Pandemie betroffenen Staaten in den kommenden Jahren helfen will. Dabei weckt der Name »Wiederaufbaufonds« eine falsche Assoziation. Bislang wurde die Wirtschaft in Europa coronabedingt zunächst herunter- und dann wieder raufgefahren; von großflächiger Zerstörung kann vorderhand keine Rede sein. Erste Schätzungen zum Produktionspotenzial Deutschlands bestätigen diesen Befund: Auf der Angebotsseite der Wirtschaft gilt es einstweilen nicht viel wiederaufzubauen.

Dessen ungeachtet wirbt beispielsweise EZB-Präsidentin Christine Lagarde für eine Verstetigung des Instruments der Konjunkturhilfe auf der Nachfrageseite. Dies kommt nicht überraschend. Auf Euroraum-Ebene trägt die EZB für Konjunkturpolitik bislang weitgehend die alleinige Verantwortung. Eine Entlastung von Seiten der Fiskalpolitik wäre wünschenswert.

Für die EZB stehen ohnedies 2021 gravierende Entscheidungen an. So erfährt die Überprüfung ihrer geldpolitischen Strategie, ursprünglich auf Ende 2020 terminiert, durch die Pandemie eine zeitliche Streckung. Zu den bisherigen Zielen der Preisniveau- und der Finanzstabilität hat Lagarde den Fachgremien der EZB den Klimaschutz und die Verteilungswirkungen der Geldpolitik als zu berücksichtigende Größen ins Lastenheft geschrieben. Zudem hat die Fed kürzlich angekündigt, künftig einen langfristigen Durchschnitt der Inflationsrate als Referenz zu nehmen, also gewissermaßen auch eine rückblickende Geldpolitik zu betreiben statt nur einer vorausschauenden. Speziell mit Blick auf den Wechselkurs des Euro zum US-Dollar wird die EZB den neuen Fed-Kurs sicherlich ins Kalkül ziehen; ob sie ihn kopieren wird, bleibt einstweilen offen.

Corona: Noch lange nicht ausgestanden.

Unmittelbar drängend sind die Folgen der Pandemie. Nach einem wohl nie dagewesenen Einbruch der Wirtschaftsleistung im ablaufenden Jahr erwarten wir für 2021 eine deutliche Erholung. Ein Zuwachs des Bruttoinlandsprodukts im Euroraum um voraussichtlich 4,5% speist sich rechnerisch insbesondere aus den Folgen einer Wiederöffnung der Wirtschaft sowie aus nationalen und EU-weiten Fiskalimpulsen. Zudem muss ein statistischer Unterhang von mehr als 4% aufgeholt werden, da das Schlussquartal voraussichtlich unter dem Durchschnitt aller übrigen 2020er-Quartale liegen wird. Letztlich dürfte die zweite Pandemiewelle zu einem erneuten Rückgang der Wirtschaftsleistung im Schlussquartal führen. Zum einen sollte sich ein in vielen Ländern der EWU angeordneter neuerlicher »Lockdown« bemerkbar machen. Zum anderen sind die Menschen infolge steigender Infektionszahlen wieder dazu aufgerufen, Abstand voneinander zu halten. All dies führt nahezu zwangsläufig zu einem erneuten Einbruch der Konsumnachfrage, mit nachfolgend negativen Rückwirkungen auf andere Wirtschaftsbereiche.

Die Inflation sollte 2021 wieder zunehmen, aber kein »Comeback« erleben. Steuertechnische Maßnahmen in Deutschland werden zwar auch auf den Euroraum wirken, aber mit 0,9% mag der Preisauftrieb auch im kommenden Jahr moderat bleiben. Die EZB dürfte ihre Geldpolitik nochmals lockern. Konkret: Sie dürfte ihr Anleihekaufprogramm PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programme) um 500 Mrd. Euro auf 1,85 Bio. Euro aufstocken. Den Einlagesatz sehen wir mit –0,50% weitestgehend auf einem Tief angekommen.

02.8 Deutschland

Erholung ja, Inflation vielleicht.

Dr. Jens-Oliver Niklasch

Beschwerlicher Weg raus aus der Corona-Rezession.

Keine Frage: Die wirtschaftlichen Aussichten Deutschlands auf das kommende Jahr stehen und fallen mit dem Fortgang der grassierenden Corona-Pandemie. Eine vollständige ökonomische Erholung kann es wohl erst dann geben, wenn es gelingt, mittels Impfstoff die Pandemie zu bändigen. Dabei dürfte selbst nach Beginn einer breitflächigen Impfkampagne gehörige Zeit vergehen, bis hinreichend große Bevölkerungsteile versorgt sind, um die Maßnahmen zur Seuchenbekämpfung vollständig fallenlassen zu können.

Das Tempo des Wiedererstarkens der Realwirtschaft nach der Pandemie verringert sich zusehends. Zum einen liegen die größten Wachstumssprünge nach Wiedereröffnung des Landes bereits hinter uns. Zum anderen ist in einigen Branchen eine vollständige Öffnung nicht in Sicht. Im Gegenteil: Seit November gibt es eine Reihe neuerlicher Einschränkungen, die letztlich darauf zielen, das Zusammentreffen einer Vielzahl von Menschen, vor allem in geschlossenen Räumen, zu unterbinden.

Getrieben von einer weiterhin expansiven Geld- und Fiskalpolitik dürfte bei alledem die gesamtwirtschaftliche Leistung Deutschlands 2021 um immerhin 4% zum Vorjahr zulegen. Zwei Bedingungen müssen hierfür erfüllt sein. Erstens muss im Inland der Lockdown möglichst wie angekündigt zeitlich und nach Branchen begrenzt bleiben. Angesichts enger außenwirtschaftlicher Verflechtungen Deutschlands müssen zweitens die wichtigsten Handelspartner, zumindest überwiegend, gleichfalls einen fortgesetzten umfassenden Lockdown vermeiden. Bei Redaktionsschluss war beides indes ungewiss.

Von zentraler Bedeutung für die Stabilität der Konjunktur dürfte, aufgrund von dessen Schlüsselfunktion für Einkommen und Verteilung, der **Arbeitsmarkt** sein. Hier hat sich seit dem Frühjahr einiges getan. Nach Angaben der Bundesagentur für Arbeit lag der Hochpunkt der Kurzarbeit im April. Zu jener Zeit wurde an 5,95 Mio. Beschäftigte konjunkturelles Kurzarbeitergeld ausgezahlt. Im Juli waren es 4,24 Mio. Beschäftigte. Bei einem durchschnittlichen Arbeitsausfall von 38% wurden rein rechnerisch 1,59 Mio. Arbeitsplätze vorübergehend gesichert. Kurzarbeit dürfte voraussichtlich auch 2021 die Berichterstattung vom Arbeitsmarkt dominieren. So dauerte es nach der Finanzkrise 2008/09 mehr als drei Jahre, um für damals 1,44 Mio. Betroffene das Thema Kurzarbeit zu beenden.

Ein weiteres Thema, das im bevorstehenden Jahr stärker in den Fokus rücken dürfte, ist die **Preisniveauentwicklung**. Ganz aktuell hat die Inflationsrate für Deutschland negatives Terrain erreicht. Mit der Wiederanhebung der Mehrwertsteuersätze von 16% auf 19% bzw. von 5% auf 7% steht uns 2021 ein gewisser inflationärer Impuls ins Haus. Hinzu kommt die vom Bundestag beschlossene Einführung einer CO_2-Abgabe, zunächst in Höhe von 25 Euro je Tonne, erhoben auf Kraft- und Heizstoffe. Nach Angaben von Branchenverbänden bewirkt die Abgabe allein für Benzin eine Erhöhung um 7,5 Cent je Liter: gut und gerne 6% des aktuellen Preises. Angesichts einer schwierigen gesamtwirtschaftlichen Lage dürfte indes der Spielraum für eine Überwälzung der Kosten an die Verbraucher gering sein. Bei einem Anstieg von 0,4% auf 1,1% im Jahresdurchschnitt dürfte die Inflationsrate 2021 aber die Marke von 2% nicht nachhaltig überschreiten.

Für die **Staatsfinanzen** wird das Jahr 2021 erneut im Zeichen eines hohen Fehlbetrags stehen. Die führenden Wirtschaftsforschungsinstitute rechnen in ihrem Herbstgutachten mit einem Defizit von ca. 120 Mrd. Euro. Dies entspräche rund 3,3% der Wirtschaftsleistung, nach 5,5% im auslaufenden Jahr 2020. Die Quote aus Staatsschulden und Bruttoinlandsprodukt dürfte sich auf etwa 70% erhöhen. Ein solcher Wert untergräbt die langfristige Schuldentragfähigkeit nicht, zumal Mini- bis Minuszinsen den Schuldendienst erheblich erleichtern.

03 Kalender

Winter 2021

Winter	Parlamentswahlen in Bulgarien
20. Januar	Amtseinführung des US-Präsidenten
21. Januar	EZB-Zinsentscheid
27. Januar	FOMC-Sitzung
11. März	EZB-Zinsentscheid
14. März	Landtagswahlen in Baden-Württemberg und Rheinland-Pfalz
17. März	Parlamentswahlen in den Niederlanden
17. März	FOMC-Sitzung
25. März	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs

Frühling 2021

22. April	EZB-Zinsentscheid
28. April	FOMC-Sitzung
April	Landtagswahlen in Thüringen
06. Juni	Landtagswahlen in Sachsen-Anhalt
10. Juni	EZB-Zinsentscheid
11. Juni	Eröffnung Fußball-EM (bis 11. Juli)
16. Juni	FOMC-Sitzung
24. Juni	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs

Sommer 2021

22. Juli	EZB-Zinsentscheid
23. Juli	Eröffnung Olympische Spiele in Tokio (bis 8. August)
28. Juli	FOMC-Sitzung
09. September	EZB-Zinsentscheid
22. September	FOMC-Sitzung
September	Abgeordnetenhauswahlen in Berlin
September/ Oktober	Bundestagswahlen

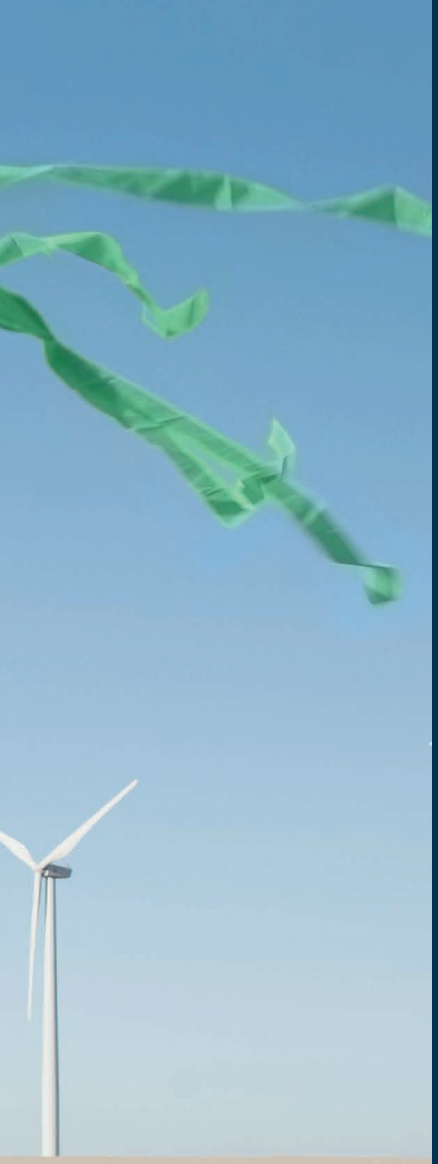
Herbst 2021

Herbst	Landtagswahlen in Mecklenburg-Vorpommern
28. Oktober	EZB-Zinsentscheid
Oktober	Abgeordnetenhauswahlen in Tschechien
Oktober	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs
03. November	FOMC-Sitzung
15. Dezember	FOMC-Sitzung
16. Dezember	EZB-Zinsentscheid
Dezember	EU-Gipfel der Staats- und Regierungschefs

Alle Angaben unter Vorbehalt und ohne Gewähr.

04

Spezialthemen



Spezialthemen

Mag sich in der Realwirtschaft dieser Tage der Eindruck von Windstille aufdrängen: Die Welt durchläuft aktuell eine Phase beschleunigter Strukturveränderungen. Wer die Windrichtung dieser Veränderungen korrekt antizipiert, kann für sich einen Startvorteil generieren. Wir präsentieren Ihnen im Folgenden zwei Generalthemen, die für die persönlichen Dispositionen am Finanzmarkt besondere Beachtung verdienen.

50 %

Bis 2030 laut EU-Kommission für den »Flottenverbrauch« der Autohersteller geforderte Absenkung an CO_2-Emissionen

04.1 Mit Wasserstoff in eine CO_2-neutrale Zukunft.

Umfassende technische Revolution bis zur Emissionsneutralität.

Volker Stoll

Wasserstoff ist ein zentraler Baustein zur Ablösung fossiler Energieträger wie Dieselkraftstoff, Kerosin oder Erdgas. Lange Zeit galten fossile Energieträger und chemische Basisstoffe als unersetzbar. Im Rahmen der immer dringlicheren Aufgabe, die Kohlendioxid-Emissionen (CO_2) bei Motoren, Heizungen und Industrieprozessen wie z.B. im Chemie-, Stahl- und Zementbereich in Richtung Null zu senken, rücken neue Technologien in den Mittelpunkt. Mittels erneuerbarem Strom produzierter grüner Wasserstoff kann hierbei eine wesentliche Brücke in die CO_2-freie Zukunft sein – ohne Einsatz von Agrarrohstoffen.

Teure Transformation auf allen Ebenen.

Um eine vollständige CO_2-Neutralität der Wirtschaft und des privaten Konsums zu erreichen, muss sowohl die elektrische Energieversorgung, die Brennstoffproduktion, als auch die Produktion der chemischen Ausgangsstoffe wie Ethylen erneuerbar werden. Investitionen im Billionen-Euro-Bereich in Wind- und Solarparks, Elektrolyseanlagen etc. werden bis 2050 notwendig. Grüner Wasserstoff als zentrales Schlüsselelement dürfte dabei erst Ende der 2020er-Jahre im Vergleich zu fossilen Energieträgern wettbewerbsfähig werden. Auch die auf Wasserstoff aufbauenden, erneuerbaren, flüssigen oder gasförmigen Brennstoffe wie Kerosin oder Methan dürften frühestens ab 2030 die Kostenparität zur fossilen Alternative erreichen. Zumindest bis dahin bedarf es staatlicher Fördermaßnahmen, um die Transformation anzuschieben. Einen erheblichen Einfluss auf denjenigen Zeitpunkt, ab dem erneuerbarer Wasserstoff wirtschaftlich werden kann, haben zudem die CO_2-Emissionskosten. Ein Emissionspreis von 70 bis 110 Euro je Tonne dürfte die Transformation der Energieproduktion absichern.

Neue und laufend verbesserte Technologien.

In sonnenreichen Staaten überwiegend auf Wüstenflächen produzierte Solarenergie dürfte einen entscheidenden Beitrag für die Umwälzungen leisten. Technologiebedingt ist langfristig mit sinkenden Produktionskosten zu rechnen. Auch fallen durch eine verbesserte Maschinentechnik die Kosten der Windenergie auf absehbare Zeit

Was ist Wasserstoff?

Wasserstoff ist das häufigste chemische Element und hat das Symbol H. Das Gas ist – anders als Öl und Erdgas – ein sekundärer Energieträger, vergleichbar zur elektrischen Energie. Wasserstoff muss wie Strom aus Primärenergie produziert werden. Nur mit erneuerbarer Energie hergestellter Wasserstoff setzt kein klimaschädliches CO_2 frei.

Die Speicherung von Wasserstoff erfolgt unter hohem Druck. Wasserstoff ist hochgradig flüchtig, sodass ein normaler Wasserstoffspeicher sich durch Diffusion innerhalb von zwei Wochen selbst entleert. Wasserstoff kann in der Bindung mit Kohlen- oder Stickstoff in der Form von Methangas, E-Fuel oder Ammoniak deutlich günstiger gespeichert und transportiert werden, ohne dass die Funktion als Energieträger verloren geht. Derzeit wird Wasserstoff überwiegend aus fossilen Energieträgern hergestellt.

deutlich, sodass die gesamte Energieversorgung erneuerbar werden kann. Elektrolyseure zur Umwandlung von grünem Strom in Wasserstoff dürften in etwa zehn Jahren in großem industriellem Stil erschwinglich produziert werden. Dadurch kann die in Wüstenregionen erzeugte Energie in Form von Wasserstoff oder erneuerbaren Brennstoffen in die Verbrauchszentren der Industriestaaten transportiert werden. Siemens Energy hat in Deutschland hierfür erste Anlagen erstellt. Eine zentrale und relativ neue Technologie für die Weiterverarbeitung des grünen Wasserstoffs in erneuerbare flüssige Brennstoffe oder chemische Basisstoffe ist die direkte Gewinnung von CO_2 aus der Atmosphäre (Direct Air Capturing). Auch hier sind schnell fallende CO_2-Produktionskosten zu erwarten. Zwar ist vor allem letztere Technologie noch immer teuer, sie ist aber für die umfangreiche Speicherung von volatil produzierter erneuerbarer Energie unerlässlich. Zusammenfassend dürften neue Technologien eine nachhaltige, CO_2-freie Zukunft auch unter der Berücksichtigung von Kostenaspekten ermöglichen.

Wasserstoff in der Mobilität: Ein Wasserstoff-Fahrzeug fährt elektrisch und emissionsfrei.

Frank Biller

Mit den Klimazielen des Pariser Abkommens ist auch der Verkehrssektor gefordert, die CO_2-Emissionen drastisch zu senken. Von 2021 bis 2030 soll der Flottendurchschnitt der Hersteller gemäß EU-Kommission von 95 g/km um 50% gesenkt werden. Dies ist mit einer Weiterentwicklung von Verbrennungsmotoren nicht mehr leistbar und zwingt die Hersteller zur Elektrifizierung der Fahrzeuge. Als Lösungsmöglichkeit bietet sich Elektromobilität mit Batterie an. Diese Antriebsart ist zwar energieeffizient, hat aber noch Herausforderungen wie Batteriekosten, Reichweite, Ladeinfrastruktur und Recycling. Neben dem batterieelektrischen Antrieb bietet der Einsatz von Brennstoffzellen eine vollständig emissionsfreie Antriebsalternative, sofern der Betrieb mit grünem Wasserstoff erfolgt.

Brennstoffzelle und Elektroantrieb ergänzen sich.

Elektromotoren können mit Strom aus einer Batterie oder aus einer Brennstoffzelle gespeist werden. In der Brennstoffzelle wird der Strom mittels chemischer Reaktion aus Wasserstoff gewonnen. Damit ergänzen sich Elektromobilität mit Batterien und Brennstoffzellenantrieb. Über die Vorteilhaftigkeit der jeweiligen elektrischen Antriebsquelle entscheiden dabei nicht nur Reichweite und Tankdauer, sondern vor allem die Gesamtkosten der Fahrzeuge über die Nutzungsdauer hinweg.

E-Fuels als weitere Einsatzmöglichkeit.

In der Übergangszeit bis zum reinen Elektroantrieb mit Brennstoffzelle oder Batterie bietet sich eine weitere umweltverträgliche Möglichkeit.

Über die Nutzung synthetischer Kraftstoffe (Power-to-Liquid oder Power-to-Gas) können traditionelle Verbrennungsmotoren klimaschonend weiterbetrieben werden. Bei der Umwandlung von grünem Wasserstoff entstehen unter Abbindung von CO_2 sogenannte E-Fuels. Bei deren Verbrennung wird nur so viel CO_2 freigesetzt, wie zuvor bei der Herstellung abgebunden wurde. Auf diese Weise könnten Verbrennungsmotoren CO_2-neutral werden. Voraussetzung dafür ist der passende regulatorische Rahmen, der im Augenblick noch nicht gegeben ist.

»Je schwerer die Ladung und je länger die Distanz, desto eher wird die Brennstoffzelle das Mittel der Wahl sein.«

Martin Daum, CEO Daimler Truck AG,
bei der Vorstellung des GenH2 Truck (09/20)

Zu Lande, zu Wasser und in der Luft.

Der große Vorteil von Wasserstoff liegt in der Vielzahl seiner Anwendungsmöglichkeiten. Der Einsatz von Wasserstoff mittels Brennstoffzelle erscheint vor allem dort sinnvoll, wo die Batterie hinsichtlich Gewicht und Reichweite an ihre Grenzen stößt. So dürfte die Brennstoffzelle bei Lkw und Bussen mit hohen Fahrleistungen schon bald massentauglich sein. Demgegenüber sprechen die Energieeffizienz und deutliche Fortschritte in der Batterietechnologie sowie oft nur kurze Distanzen zumindest mittelfristig beim Pkw eher für einen reinen Batterieantrieb.

In Schiffen und Flugzeugen ist schon bald mit dem Einsatz von Wasserstoff zu rechnen. Bereits ab 2021 sollen Schiffe mit Brennstoffzelle in Norwegen im Linienbetrieb eingesetzt werden. Der Flugzeughersteller Airbus will bis 2035 ein erstes hybridelektrisches Flugzeug mit Brennstoffzelle in Betrieb nehmen. Auch im Bahnbereich bietet Wasserstoff Einsatzmöglichkeiten, so auf nicht elektrifizierten Strecken. Für Hersteller ist es u.E. von strategischer Bedeutung, den Einsatz der Brennstoffzelle im Energiemix weiterzuverfolgen.

04.2 Zeitalter der realen Assets.

Reale Assets: Nutznießer der Mini- und Minuszinsen.

Martin Güth, Dr. Frank Schallenberger und Uwe Streich

Zinstragende Anlagen werfen seit geraumer Zeit nur noch Minizinsen ab, vielfach sogar Minuszinsen. Im Ergebnis sehen sich Anleger gezwungen, ihre Einstellung gegenüber den verschiedenen verfügbaren Assetklassen zu überdenken. Reale Assets, vor allem Aktien, Immobilien und Gold, sind schon längere Zeit Nutznießer der Entwicklung. Der jüngste Strategieschwenk der US-Notenbank Fed dürfte dies noch einmal akzentuiert haben. Nunmehr möchte die Fed ihr Inflationsziel auf eine mittlere Frist auslegen. Sollte beim Preisziel wie aktuell ein Unterschießen in Richtung Deflation zu beobachten sein, ist künftig vorgesehen, die Leitzinsen anschließend umso länger niedrig zu halten. Damit dürfte sich die Fed auf längere Zeit nicht unter Druck sehen, ihre Leitzinsen zu erhöhen. Aussagen von Fed-Chef Powell war derweil zu entnehmen, dass die US-Notenbank anhaltend negative US-Realrenditen anstrebt. Mit zinstragenden Anlagen dürfte daher kaum mehr etwas zu verdienen sein, schon gar nicht unter Beachtung der herrschenden Teuerung. Spätestens mit Powells Aussagen dürfte das Zeitalter der realen Assets begonnen haben.

Was bedeuten Mini- und Minuszinsen für Aktien?

Der »faire Wert« einer Aktiengesellschaft wird gemeinhin dargestellt als die Summe aller auf den Gegenwartszeitpunkt abdiskontierten zukünftig zu erwartenden Cash Flows: Gewinne der Zukunft, rechnerisch in die Gegenwart geholt. Als Diskontierungsfaktor fungiert typischerweise ein Prozentsatz, der die Kosten widerspiegeln soll, die sich aus der Nutzung von Fremd- und Eigenkapital ergeben. In einem solchen Setup bewirkt ein Niedrigzinsumfeld vor allem eines: Es senkt die Kosten der Nutzung von Fremd- und Eigenkapital. Im beschriebenen Rechenmodell werden künftige Cash Flows geringer abdiskontiert; der Gegenwartwert der Cash Flows klettert in die Höhe. Der in Rede stehende »faire Wert« einer Aktiengesellschaft und der zugehörigen Aktie steigt, sollte im direkten unternehmerischen Umfeld und in der betrachteten Volkswirtschaft insgesamt ansonsten alles gleichgeblieben sein.

Aktien erfahren durch niedrige Zinsen auch in einer relativen Betrachtung gegenüber zinstragenden Anlagen Vorteile. Hierzu vergleichen wir die Gewinnrendite des Aktienmarktes mit der Rendite eines Korbs aus Unternehmensanleihen (vgl. Abschnitt 05.7 dieses Jahresausblicks). Die Gewinnrendite des Aktienmarktes und die Rendite von Unternehmensanleihen sollten funktionieren wie »kommunizierende Röhren«: Wenn die Rendite von Unternehmensanleihen tiefer ausfällt, darf im Gegenzug auch die Gewinnrendite von Aktien niedriger ausfallen. Entsprechend kann dann das Kurs-Gewinn-Verhältnis von Aktien ansteigen, ohne dass Aktien an relativer Attraktivität einbüßen. Niedrige Anleiherenditen gestatten höhere Bewertungsniveaus am Aktienmarkt, sowohl aus sich selbst heraus als auch in einer vergleichenden Betrachtung mit zinstragenden Anlagen.

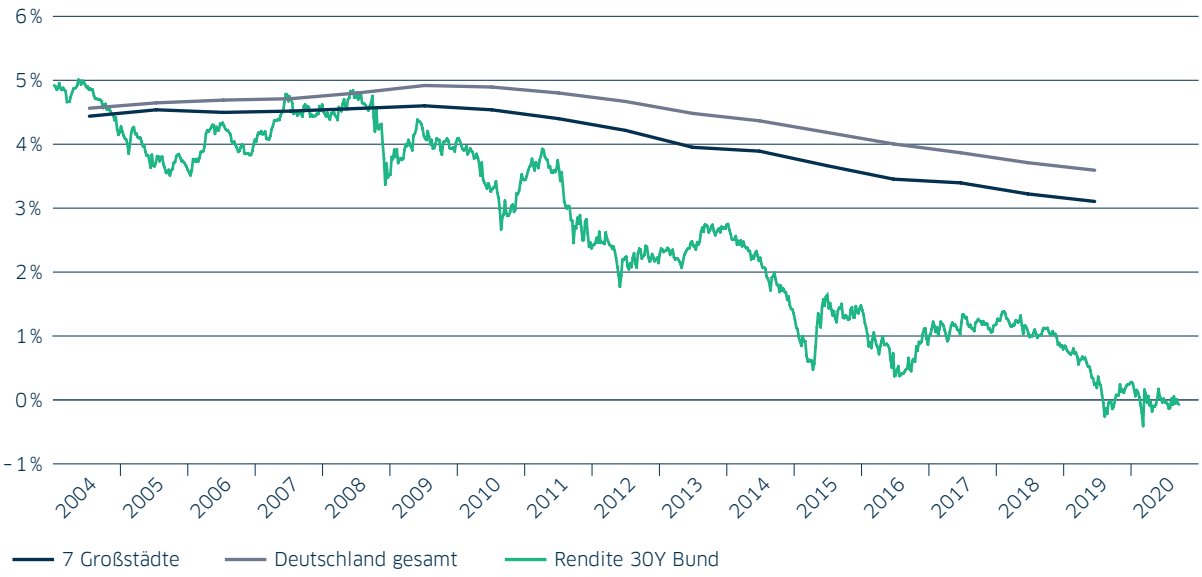
Immobilien als Alternative zu langlaufenden Anleihen.

Das Spiel lässt sich weitertreiben und auf den Immobiliensektor ausdehnen. So lassen sich die regelmäßigen Mieteinnahmen einer vermieteten Immobilie mit den Kuponzahlungen einer langlaufenden Anleihe vergleichen. Aufgrund des starken Rückgangs der Anleiherenditen in den zurückliegenden Jahren weichen Anleger zunehmend vom Anleihe- auf den Immobilienmarkt aus. Dies ist freilich nur solchen Anlegern möglich, die eine langfristige Anlage tätigen wollen und mit der geringen Liquidität von Immobilien leben können.

Die Gegenüberstellung des Renditeniveaus langlaufender Anleihen mit dem Verhältnis aus Mieteinnahmen zu Anschaffungskosten einer Immobilie darf als Indikation dienen für die relative Attraktivität der in Rede stehenden Immobilie. Dies gilt, auch wenn Mietrenditen und Anleiherenditen nur bedingt miteinander zu vergleichen sind. Neben dem Risiko, eine Immobilie zeitweise nicht vermieten zu können, sind für Immobilien laufende Kosten und Erhaltungsaufwendungen zu berücksichtigen. Zudem kommt für eine Immobilie nach aller Erfahrung irgendwann der Tag des Abrisses, während eine Anleihe zu ihrem Nennwert zurückgezahlt wird.

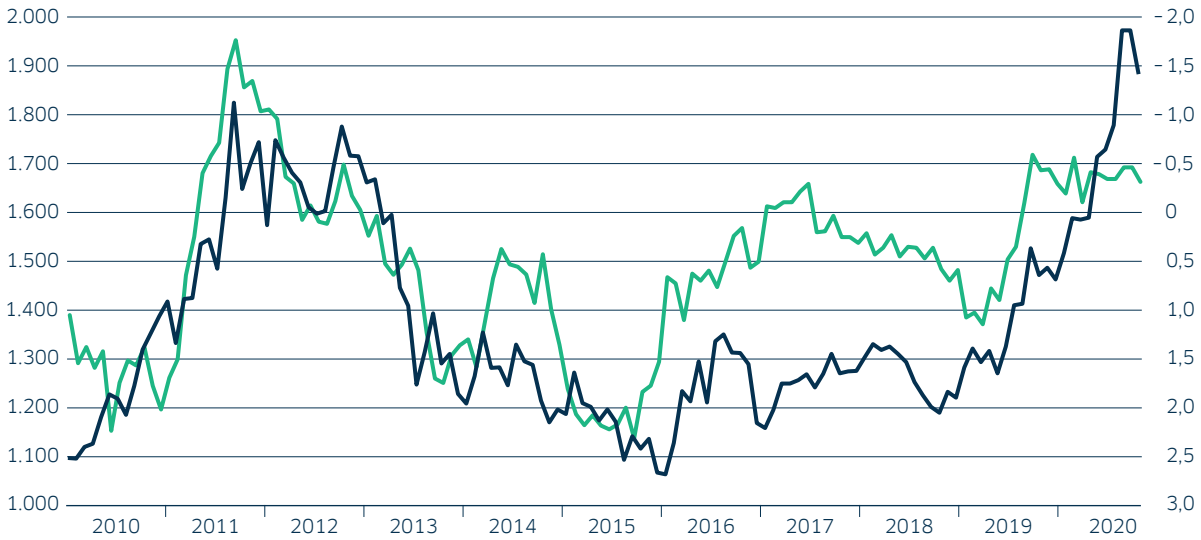
Als Zwischenfazit halten wir fest: Das in den zurückliegenden Jahren im Trend gesunkene Renditeniveau von Anleihen hat die Attraktivität von Immobilien erhöht. Da wir von einem anhaltenden Niedrigzinsumfeld ausgehen, dürfte das Bewertungsniveau von Immobilien dauerhaft erhöht bleiben.

Mietrenditen von Wohnimmobilien folgen Abwärtstrend der Anleiherenditen.



Quellen: Refinitiv, Deutsche Bundesbank, LBBW Research

Zusammenhang zwischen Goldpreis und US-Realzinsen.



Goldpreis in US-Dollar (linke Skala) — US-Realzins (in %; rechte Skala, invertiert)

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Opportunitätskosten der Goldhaltung.

Gold hat gegenüber anderen Investments einen bedeutenden Malus: Die Goldhaltung wirft keine laufenden Erträge ab. Je höher das Niveau von Anleihezinsen oder Dividenden ausfällt, desto stärker fallen die entgangenen Erträge beim Kauf von Gold ins Gewicht. Umgekehrt haben sich mit dem heraufziehenden Siegeszug des aktuell vorherrschenden Niedrigzinsumfelds die sogenannten »Opportunitätskosten« der Goldanlage immens verringert. Im historischen Vergleich ist es aktuell außerordentlich attraktiv, Gold zu halten. Tatsächlich ist eine hohe Korrelation zwischen dem Goldpreis und dem US-Realzinsniveau zu beobachten. Dabei ist die jüngste Goldhausse möglicherweise etwas übers Ziel hinausgeschossen, gemessen an der Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen abzüglich laufender US-Inflationsrate. Den »fairen Wert« für Gold taxieren wir in dieser Betrachtung auf rund 1.700 US-Dollar.

05

Unsere Prognosen für 2021.

Unsere Prognosen für 2021.

Die Erholung der Weltwirtschaft im kommenden Jahr wird fragil sein. Das Wetter wird geprägt werden von umlaufenden, mäßig starken Winden. Vor diesem Hintergrund muss die Devise lauten: Günstige Winde nutzen und Fahrt aufnehmen!

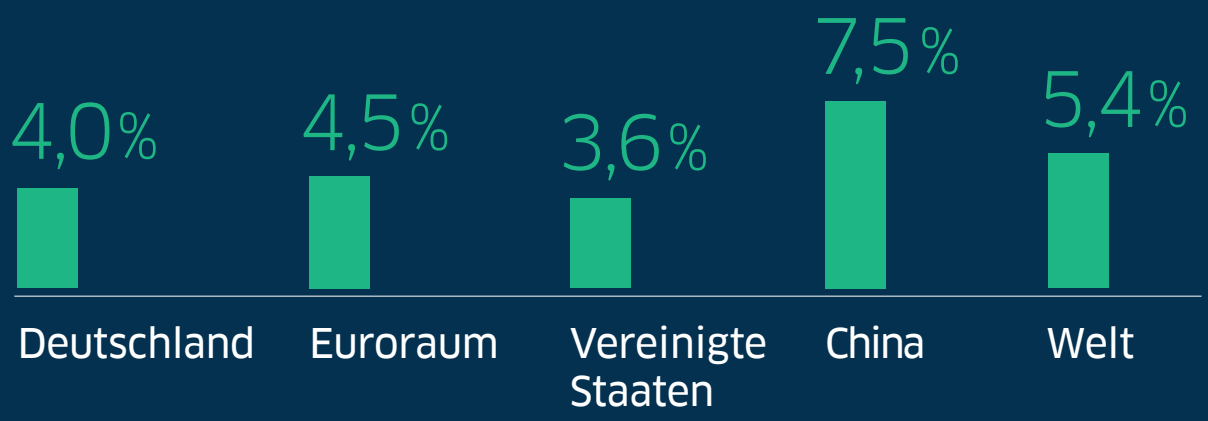
0,0
Prozentpunkte

Vom LBBW Research auf Sicht eines Jahres prognostizierte Änderung der Leitzinsen von EZB und Fed

05.1 Unsere Prognosen im Detail.

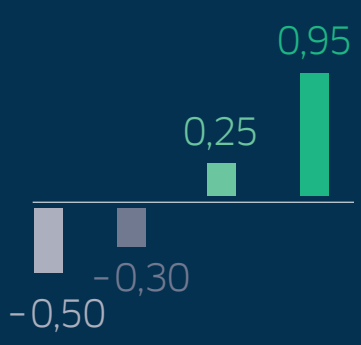
Gesamtwirtschaftliche Leistung (BIP) bzw. Produktion.

Reale Veränderung 2021 gegenüber dem Jahr zuvor (in %)



Zinsen

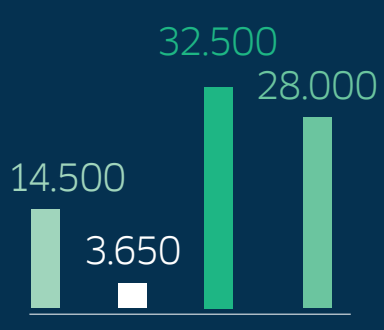
Erwarteter Stand 31.12.2021 (in %)



- EZB-Einlagesatz
- Bundesanleihen (10 Jahre Laufzeit)
- US-Leitzins
- US-Treasuries (10 Jahre Laufzeit)

Aktienmarkt

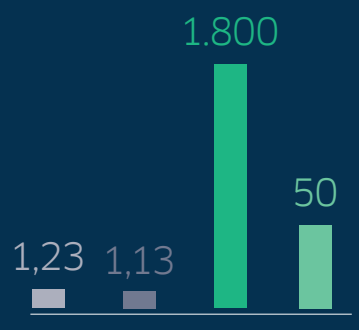
Erwarteter Indexstand 31.12.2021



- DAX
- Euro Stoxx 50
- Dow Jones
- Nikkei 225

Rohstoffe und Währungen

Erwarteter Stand 31.12.2021



- US-Dollar (je Euro)
- Schweizer Franken (je Euro)
- Gold (US-Dollar/Feinunze)
- Rohöl (Fass Brent; US-Dollar)

05.2 EZB, Fed und Bank von England.

Mini- und Minuszinsen für immer?

Elmar Völker

EZB und Fed: Geldpolitik im Griff der Pandemie.

Welche Pläne die obersten Währungshüter von EZB und Fed zum Jahresstart 2020 auch immer gehabt haben mögen: Diese Pläne warf der Ausbruch der Corona-Pandemie im ersten Quartal schnell und nachhaltig über den Haufen. Die weltweite Ausbreitung des neuartigen Virus und speziell die umfassenden Maßnahmen zu dessen Eindämmung lösten einen schweren wirtschaftlichen Schock aus. Wie bereits in der Finanzkrise wurde die Geldpolitik dann erneut zum Ersthelfer in der Not.

Ausgehend von einem Tagesgeldzielband zwischen 1,50% und 1,75% zu Jahresbeginn kehrte die US-Notenbank 2020 in zwei großen, dicht aufeinanderfolgenden Schritten zum faktischen Nullzinsniveau zurück; dieses hatte bereits zwischen Dezember 2008 und Dezember 2015 gegolten. Zudem blähte die Fed im zu Ende gehenden Jahr ihre Bilanzsumme von rund 4 Bio. US-Dollar in nie dagewesenem Tempo bis auf gut 7 Bio. US-Dollar auf, hauptsächlich durch den formell unlimitierten Ankauf von US-Staatstiteln. Eine Vielzahl weiterer Kriseninterventionsmaßnahmen leistete zwar eine gewisse psychologische Wirkung zur Stabilisierung der Finanzmärkte, führte aber rein quantitativ betrachtet ein Schattendasein.

Im Euroraum fremdelte die neue EZB-Chefin Lagarde anfangs mit der kommunikativen Herausforderung, den richtigen Ton zur Beruhigung der Finanzmärkte in der Krise zu treffen. Nachfolgend präsidierte sie über einer Ausweitung der EZB-Bilanzsumme um bis dato mehr als 40% seit Jahresbeginn auf über 6 Bio. Euro. Erstes Mittel der Wahl in diesem Zusammenhang waren Anleihekäufe im Rahmen des Notfallprogramms PEPP sowie die Ausreichung stark vergünstigter Langfristkredite an die Geschäftsbanken des Euroraums. Neue Maßstäbe setzte das PEPP einerseits bezüglich seines Gesamtvolumens von 1.350 Mrd. Euro, welches per Ende Oktober 2020 zu rund 50% ausgeschöpft war. Ein wichtiges Signal an die Finanzmärkte war andererseits die Tatsache, dass zentrale Restriktionen des »alten« Programms zum Erwerb öffentlicher Anleihen (PSPP) beim PEPP ausgesetzt oder aufgeweicht wurden; so entfielen nunmehr die selbstgesetzte Begrenzung des Anteils der Notenbank am ausstehenden Anleihevolumen auf 33% und die Aufteilung der Käufe nach dem EZB-Kapitalschlüssel.

Im Zweifel Neigung zu weiterer Lockerung.

Die schweren wirtschaftlichen Folgewirkungen der Corona-Pandemie, unter anderem für die Arbeitsmärkte, und die Risiken, welche hiervon auch langfristig auf die Weltwirtschaft ausgehen, dürften alle großen Notenbanken aus heutiger Sicht für lange Zeit an eine extrem expansive Geldpolitik binden. Zumindest im kommenden Jahr mag sich ein ernsthaftes Überdenken des aktuellen Kurses selbst dann noch nicht einstellen, wenn sich die begonnene Konjunkturerholung im Euroraum und in den Vereinigten Staaten, wie von uns erwartet, als nachhaltig herausstellt. Revisionen der geldpolitischen Strategie, welche die Fed bereits abgeschlossen hat und welche die EZB für das kommende Jahr anpeilt, erhöhen die Hürden für eine Abkehr von der faktischen Null- bzw. Negativzinspolitik zusätzlich.

Die US-Währungshüter wollen nach eigener Aussage künftig mehr Inflation tolerieren, bevor sie ihren Leitzins anheben. Zu lange und zu kräftig habe die Teuerung in den vergangenen Jahren das 2-Prozent-Ziel der Fed unterschritten. Dieser Wert soll künftig nachhaltig und im Durchschnitt über eine längere Zeit wieder erreicht werden. Nach vorliegenden Indikationen aus der Spitze der EZB tendiert deren Zentralbankrat in eine ähnliche Richtung. Ein derartiger Schritt käme faktisch einer Anhebung des bisherigen Inflationsziels von »unter, aber nahe 2%« gleich.

Wie dies auch nach der Finanzkrise zu beobachten war, löst die Corona-Pandemie, zumindest fürs Erste, in der Summe eher deflationäre Impulse aus. Dies stellt die Notenbanker beiderseits des Atlantiks vor eine zusätzliche Herausforderung bei der Verteidigung der Glaubwürdigkeit ihrer Inflationsziele. Dabei war diese Glaubwürdigkeit, nach Maßgabe der Inflationserwartungen am Zinsmarkt, bereits vor der Corona-Krise angegriffen.

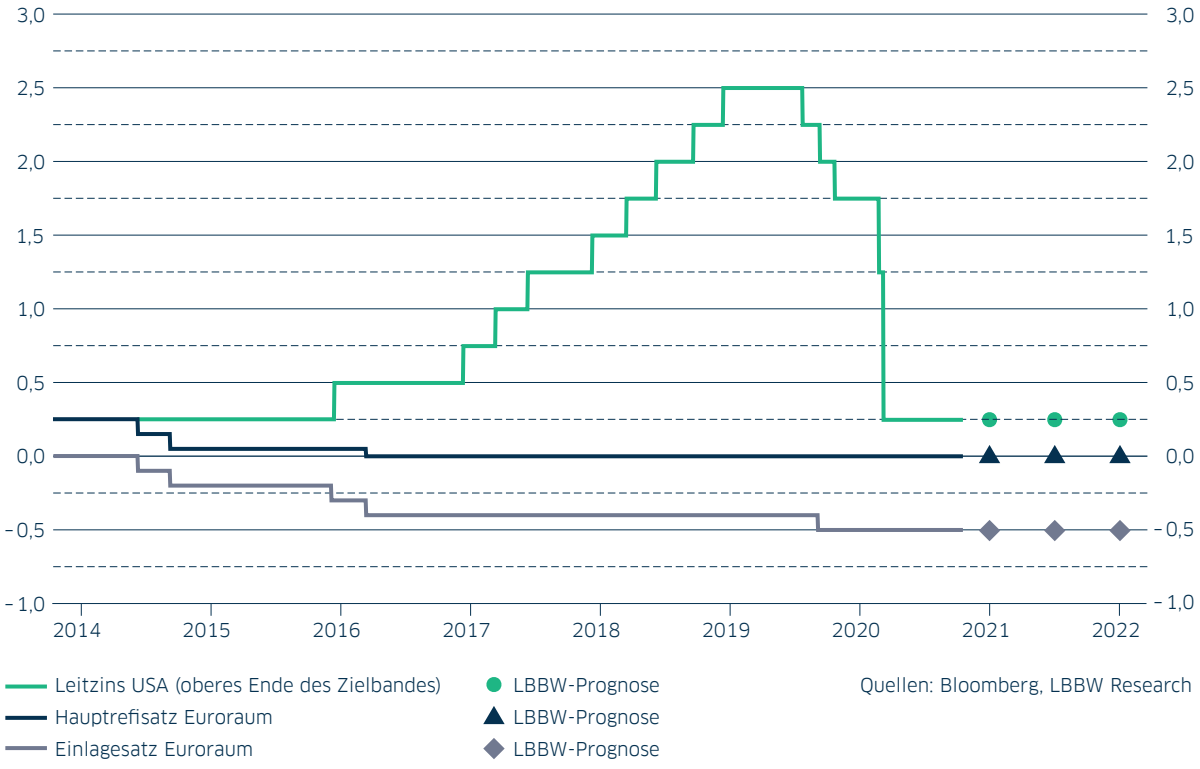
Kurzfristig stehen sowohl bei der EZB als auch bei der Fed wohl Erwägungen im Vordergrund, die Geldpolitik noch expansiver als schon bislang zu gestalten. Mit weiteren Leitzinssenkungen rechnen wir zwar nicht; so hat die US-Notenbank eine Einführung von Negativzinsen bis auf Weiteres faktisch ausgeschlossen, während die EZB zunehmend auf ungünstige Nebeneffekte noch tieferer Negativzinsen achten dürfte. Es steht aber zu erwarten, dass die Euro-Währungshüter das PEPP nochmals aufstocken und dieses bis mindestens Ende 2021 verlängern. Die Fed hält sich eine Erhöhung ihres monatlichen Mindestankaufvolumens von derzeit 80 Mrd. US-Dollar für US-Staatstitel offen. Sie dürfte zudem mit der Option flirten, mittelfristig Zielwerte oder Obergrenzen für die Renditen von US-Staatsanleihen mittlerer oder gar längerer Laufzeiten festzulegen, um Rückenwind für die US-Wirtschaft durch niedrige Zinsen auch im Konjunkturaufschwung dauerhaft zu sichern. Eine solche Politik der »Zinskurvenkontrolle« betreiben bisher nur die Notenbanken Japans und Australiens.

Aus heutiger Sicht dürften sich sowohl die EZB als auch die Fed von ihrer Neigung zu einer nochmals lockereren Geldpolitik frühestens im späteren Jahresverlauf 2021 wegbewegen. Wir erwarten, dass dann zunächst weidlich auf das zentrale Instrument der »Forward Guidance« zurückgegriffen wird, und zwar mittels deutlicher Signale, dass Zinsanhebungen noch für längere Zeit nicht zu erwarten stehen.

Negativzinsen bald auch in Großbritannien?

Bewegung in Sachen Leitzinsen könnte es unter allen großen Volkswirtschaften im Jahr 2021 am ehesten im Vereinigten Königreich geben – auch hier nicht nach oben, sondern weiter nach unten. Die britische Notenbank erwägt ernsthaft die Einführungen negativer Leitzinsen. Realistische Chancen auf eine Umsetzung dieser Option bestehen vor allem für denjenigen Fall, dass die Volkswirtschaft der Insel weitergehenden Schaden aus dem »Brexit« erfährt.

US- und Euroraum-Leitzinsen sowie zugehörige Prognosen des LBBW Research.



05.3 Rentenmärkte

Ultralockere Geldpolitik vs. steigende staatliche Verschuldung.

Elmar Völker

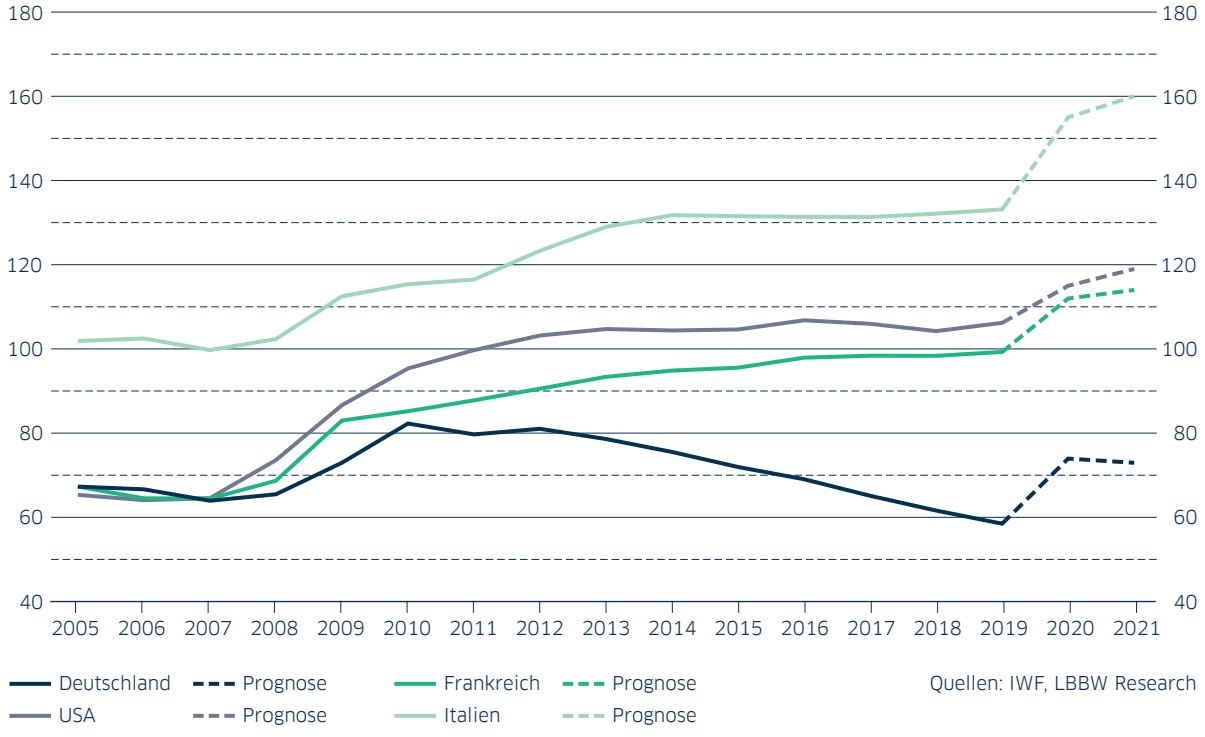
Kommt nach der Krise der »Tag der Abrechnung«?

Die Aussichten für die Wertentwicklung als sicher geltender Staatsanleihen waren vor Jahresfrist weder in den USA noch im Euroraum allzu rosig. Dass die Kurse im ablaufenden Jahr dennoch per Saldo positiv tendierten, vor allem in Übersee, lag zuvorderst an den wirtschaftlichen Verheerungen und der hohen Unsicherheit im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie. Anleihekäufe von Fed und EZB in historisch beispielloser Höhe und eine zeitweise massive Flucht der Anleger in die Sicherheit trieben die Kurse an.

In der Hochphase der Corona-Krise gerieten Staatsanleihen schwächerer Bonität sowie Unternehmensanleihen aus Sorge vor erodierender Zahlungsfähigkeit und steigenden Unternehmensausfällen unter Druck. Im weiteren Jahresverlauf verkehrten sich diese Verluste dann in vielen Fällen in ihr Gegenteil, dank der Notenbanken und einer einsetzenden Konjunkturerholung. So erreichten die Renditen langlaufender italienischer Staatstitel im Herbst neue Allzeittiefstände. Der kurstreibende Impuls der Notenbankkäufe ging dabei nicht zuletzt auf den Effekt zurück, dass diese die Anleger auf der Suche nach Rendite fast zwangsläufig in riskantere Wertpapiere trieben.

Die Jagd der Anleger nach Rendite dürfte auch im kommenden Jahr ein wichtiger Faktor für die Entwicklung der Rentenmärkte bleiben. Wesentliche Änderungen am geldpolitischen Umfeld sind beiderseits des Atlantiks auf absehbare Zeit im Grundsatz nicht zu erwarten. Wegen hoher

Staatschuldenstände (in % des BIP; 2020/21: Prognosen des IWF).



Corona-Risiken geht die Tendenz zunächst im Zweifel zu weiteren geldpolitischen Lockerungen. Viel Spielraum hierfür besteht dabei nun nicht mehr, sodass die Aussichten für die Renditen sichererer Staatsanleihen im Jahr 2021 auf den ersten Blick insgesamt recht statisch erscheinen, entsprechend einer ausgedehnten Bodenbildung.

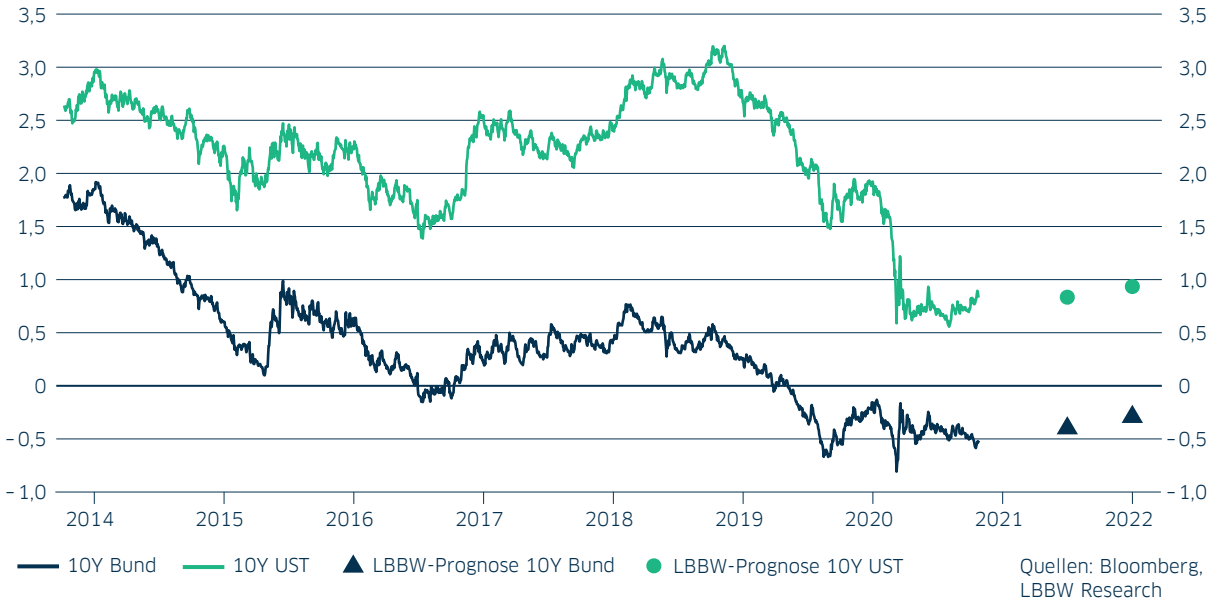
Angesichts im historischen Vergleich extrem hoher Bewertungen aktuell, welche bei sicheren Staatstiteln erreicht worden sind, drohen durchaus Verlustrisiken. Dies gilt speziell für den Fall von Hinweisen, welche Zweifel an einem langanhaltenden Fortbestehen des Niedrigzinsumfelds säen. Ein schnelles Überwinden der Corona-Krise, verbunden mit einer dynamischen Fortsetzung der begonnenen Konjunkturerholung, zählt hierzu. Gleiches gilt für ein spürbares Wiederanziehen der Inflation. Diese tauchte im Euroraum im Spätsommer 2020 in den negativen Bereich hinab, was am Markt und bei der EZB Sorgen vor deflationären Tendenzen weckte.

In den Vereinigten Staaten hat derweil eine Debatte über eine Reflationierung nach der Krise eingesetzt. Dies steht mit dem vielleicht größten potenziellen Risikofaktor für den Rentenmarkt in Verbindung, nämlich mit einer steil ansteigenden Staatsverschuldung in allen westlichen Industriestaaten. Dieser Trend ähnelt der Entwicklung nach der Finanzkrise, allerdings ausgehend von bereits deutlich erhöhten Schuldenständen in Relation zur Wirtschaftsleistung. Im Zuge der Corona-Krise dürften die Kennziffern in zahlreichen Staaten teils deutlich über die Marke von 100 % steigen. Zu Recht fürchten viele am Staatsanleihemarkt, dass sie auf mittlere bis längere Sicht zum Abtragen der Krisenkosten in erheblichem Maße werden beitragen müssen.

Anleger stehen wohl vor dauerhaft negativen Realrenditen.

Ein gangbarer Weg führt über dauerhaft negative Realrenditen für sichere Staatsanleihen aller Laufzeiten. Die großen Notenbanken sorgen dabei faktisch dafür, dass die nominalen Anleiherenditen, ungeachtet eines anhaltend hohen oder weiter steigenden Staatsanleiheangebots, auch bei anziehender Inflation allenfalls gemäßigt nach oben ziehen. Speziell in Übersee könnte die Wahl Joe Bidens zum US-Präsidenten zwar zeitweise Aufwärtsdruck auf die US-Treasuryrenditen auslösen, weil die Demokraten noch mehr als die Republikaner für eine Akzeptanz dauerhaft hoher Haushaltsdefizite stehen. In der Summe sollte der dämpfende Einfluss der Fed aber überwiegen, was die Renditen langlaufender US-Treasuries einstweilen unter 1 % halten dürfte. Diesseits des Atlantiks dürfte sich die Rendite der marktführenden zehnjährigen Bundesanleihen zwar nur graduell von ihrem aktuellen Niveau um die –0,50 % nach oben entfernen. Die Risiken überwiegen aber auch bei deutschen Staatstiteln aus Anlegersicht die Chancen. Etwas besser sind die Ertragsaussichten im Jahr 2021 bei Unternehmensanleihen.

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen mit Prognosen – Bunds und US-Treasuries.



Quellen: Bloomberg, LBBW Research

05.4 Devisenmarkt

Euro-Stärke dürfte sich fortsetzen.

Martin Güth

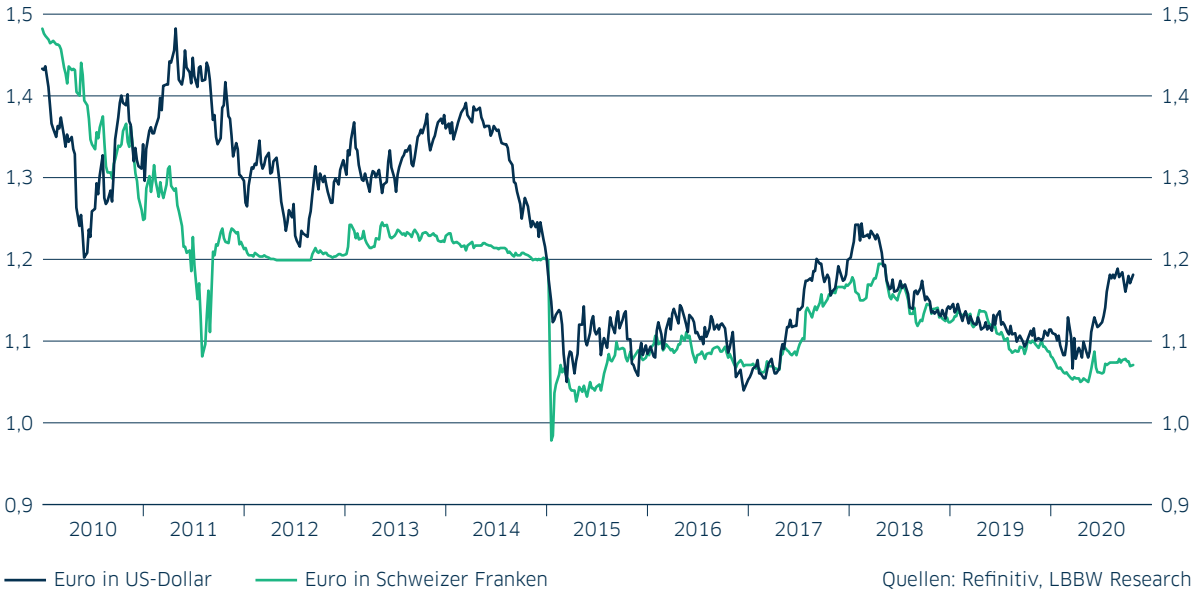
Euro erholt sich.

Aller Wahrscheinlichkeit nach hat der Euro im zu Ende gehenden Jahr **gegenüber dem US-Dollar** eine zuvor fünf Jahre währende Phase der Bodenbildung zu einem Abschluss gebracht. Die Gründe sind nicht bei der EZB zu suchen, sondern bei der US-Notenbank und bei den politischen Entscheidern dies- und jenseits des Atlantiks. Als Reaktion auf die grassierende Corona-Krise ist die Federal Reserve im zweiten Quartal auf einen Nullzins-Kurs eingeschwenkt, garniert mit umfangreichen Anleihekäufen. Noch gewichtiger nach unserem Dafürhalten: Im Sommer hat die Fed ihre geldpolitische Strategie abgeändert. Dies wird, wenn die Anzeichen nicht trügen, dazu führen, dass sie mit Blick auf die weitere Zukunft deutlich zögerlicher mit einer Straffung ihrer Geldpolitik beginnen wird und die Zinsen insgesamt niedriger bleiben dürften als nach früheren Reaktionsmustern. Daneben hat im Herbst die sich zunehmend abzeichnende Wahl Joe Bidens, des Demokratischen Bewerbers um das Amt des US-Präsidenten, den Außenwert des »Greenback« negativ tangiert.

Der Euro muss sich an seine neuerliche Attraktivität am Devisenmarkt erst wieder gewöhnen. Seit 2015 hing ihm dort ein Malus an. Auslöser war der Beschluss der EZB-Oberen, in großem Umfang Anleihen der Euroraum-Mitgliedsstaaten aufzukaufen und das Geldmengenwachstum weiter zu befeuern. Die Renditedifferenz zwischen Euro- und US-Dollar-Anleihen verschob sich in der Folge weiter zuungunsten des Euro. Der Schritt zwang damals, sozusagen als Kollateralschaden, die Schweizerische Nationalbank zu einer Art »Kapitulation«: Sie gab die Verteidigung ihres Mindestwechselkurses von 1,20 Schweizer Franken je Euro auf, eine Regel, die zuvor mehr als drei Jahre bestanden hatte.

Das gewichtigste Argument für die **aktuelle Euro-Stärke** ist aus unserer Sicht in einem jüngst aufgeschlagenen, neuen Kapitel der europäischen Integration zu suchen. Die Einigung der

Der Euro hat sich von seinem zyklischen Tief gelöst.



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

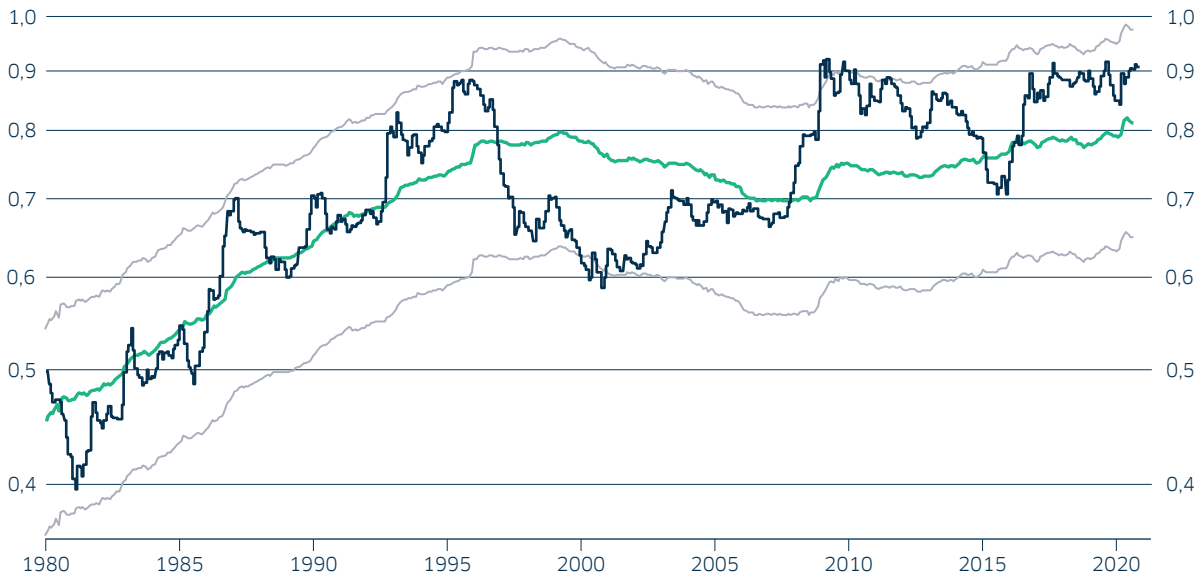
EU-Staaten auf einen »Wiederaufbaufonds« in Reaktion auf die Corona-Krise bewirkt, dass die EU zukünftig als große Anleiheemittentin am Markt präsent sein wird. Die wechselseitigen Abhängigkeiten zwischen den Euro-Mitgliedsstaaten sind nunmehr fester zementiert. Mahner wie Bundesbank-Chef Weidmann und Bundeskanzlerin Angela Merkel pochen darauf, dass das Anleiheprogramm der EU auf diesen einmaligen Krisenfall beschränkt bleiben müsse. Derweil frohlocken SPD-Kanzlerkandidat Scholz und EZB-Chefin Lagarde, dass die Gemeinschaft ein neues mächtiges Instrument in die Hand bekommen habe, auch für künftige Fälle. Für den Erhalt des Euro dürften in Zukunft im Zweifelsfall große Geschütze aufgefahren werden. Ein EU-Finanzministerium zeichnet sich am Horizont ab, Gegengewicht zur mächtigen EZB.

Die Erholung des Euro gegenüber dem US-Dollar dürfte sich 2021 fortsetzen. Per Jahresende erwarten wir einen Kurs von 1,23 US-Dollar je Euro. Gegenüber dem **Schweizer Franken** hat der Euro zuletzt deutlich verhaltener zugelegt – in Krisenzeiten wie aktuell ist der Franken nach wie vor als ein Hort der Stabilität gesucht. Die Schweizerische Nationalbank intervenierte 2020 wiederholt am Devisenmarkt, um eine weitergehende Franken-Aufwertung zu verhindern. Sollte die Corona-Pandemie im neuen Jahr, wie von uns postuliert, überwunden werden oder zumindest nicht mehr wesentlich die Wirtschaft belasten, dürfte der Aufwertungsdruck auf den Franken nachlassen. Wir gehen davon aus, dass Ende kommenden Jahres 1,13 Schweizer Franken für einen Euro bezahlt werden.

Britisches Pfund geht dank Brexit-Story einen Sonderweg.

Das **Britische Pfund** ist 2020 am Devisenmarkt gleich von zwei Seiten »in die Zange genommen« worden. Zum einen lastete auf ihm die Aussicht, dass das Vereinigte Königreich zum Jahresende ohne einen weitreichenden Handelsvertrag mit der EU dastehen könnte. Zum anderen traf die Corona-Pandemie die Insel zeitweise verheerend. Ein zunächst zögerliches und dann umso heftigeres Agieren seitens der Regierung in London zur Eindämmung des Infektionsgeschehens bewirkte, dass die Wirtschaft jenseits des Kanals in eine im internationalen Vergleich heftige Rezession stürzte. Der »Brexit« wird unseres Erachtens noch auf Jahre hinaus die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs beeinträchtigen. Für die Landeswährung sehen wir ganz kurzfristig die Gefahr einer nochmaligen Abwertung in Richtung 0,95 Pfund je Euro. Für die Zeit danach gehen wir dann von einer gewissen Stabilisierung der britischen Valuta aus. Hierfür spricht nicht zuletzt, dass diese ohnehin bereits niedrig bewertet ist. Dies zeigt etwa die von uns berechnete Kaufkraftparität an. Im Verlauf des kommenden Jahres sollte das Britische Pfund um ein Niveau von 0,92 Pfund je Euro schwanken.

Britisches Pfund: schwächer, als dies die Kaufkraftparität nahelegt.



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

05.5 Rohstoffe

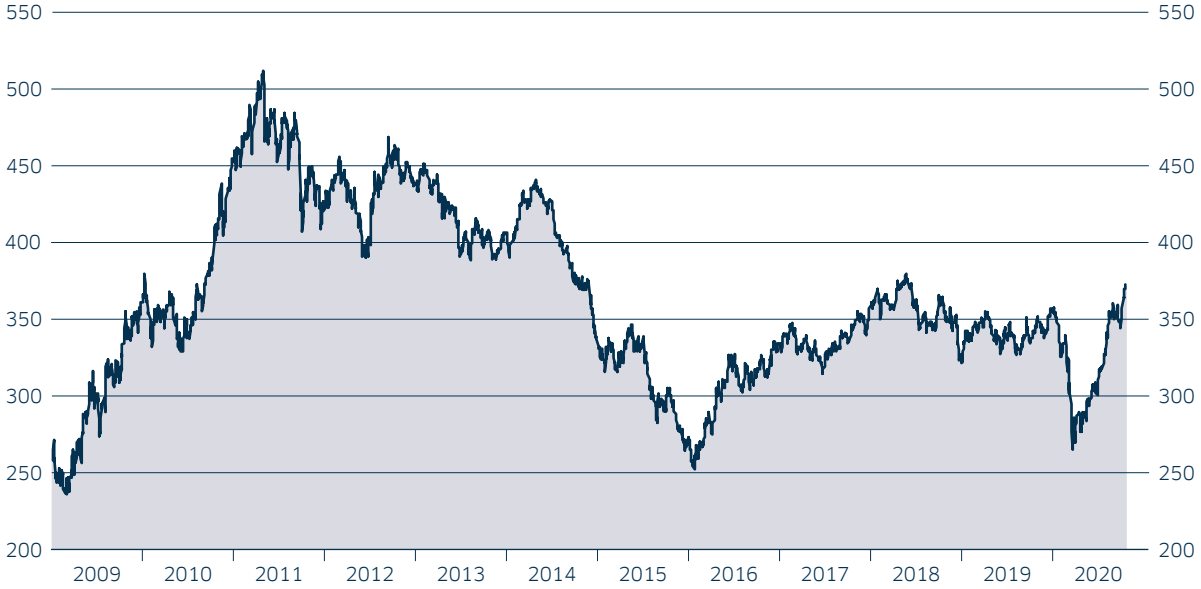
Konjunkturerholung bringt Rückenwind.

Dr. Frank Schallenberger

Achterbahnfahrt der Rohstoffpreise.

Im Zuge der Corona-Krise gaben die Preise am Rohstoffmarkt im ersten Viertel des zu Ende gehenden Jahres um durchschnittlich rund 25 % nach. Der Bloomberg Commodity Index (Spot) sank im März fast bis auf Niveaus, wie sie zuvor letztmalig 2009 und 2015/16 erreicht worden waren. Ab dem zweiten Quartal ging es dann mit den Rohstoffpreisen Schritt für Schritt nach oben. Im Oktober erreichte der Bloomberg Index mit gut 370 Punkten einen neuen Jahreshöchststand. Da die Weltwirtschaft unseres Erachtens im kommenden Jahr zulegen dürfte, ist für die meisten Rohstoffe für 2021 mit einer Fortsetzung des jüngsten Aufwärtstrends zu rechnen.

Bloomberg-Rohstoffindex.



Bloomberg Commodity Index (Spot)

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Comeback der Ölnachfrage.

Die weltweite Ausbreitung des Corona-Virus führte zunächst zu einem drastischen Einbruch der Ölnachfrage. Für 2020 insgesamt dürfte diese gegenüber dem Vorjahr um 8 Mio. Fass pro Tag (mbpd) fallen. Brent stürzte vor diesem Hintergrund Mitte April bis auf 16 US-Dollar je Fass ab; für West Texas Intermediate (WTI) ergaben sich kurzzeitig sogar negative Preise. Die OPEC-Staaten, ergänzt um verbundene Förderländer wie Russland und Mexiko, reagierten als OPEC+ mit massiven Förderkürzungen. Seit Mitte 2020 zieht die Ölnachfrage langsam wieder an. Für die zweite Hälfte des auslaufenden Jahres ist mit einem Angebotsdefizit am Ölmarkt von rund 4 mbpd zu rechnen. Mit einer weiteren Erholung der Weltwirtschaft dürfte die Ölnachfrage 2021 recht deutlich um ca. 5 mbpd zulegen, während das Angebot vorerst weiter beschränkt bleiben dürfte. Vor diesem Hintergrund sind weiter steigende Rohölpreise wahrscheinlich. Bis Ende 2021 dürfte Brent auf 50 US-Dollar je Fass zulegen.

Gold mit neuem Rekord.

Ängste vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie, ein schwächerer US-Dollar und extrem hohe Käufe sogenannter »Exchange Traded Commodities« (ETCs) ließen den Goldpreis im Frühjahr und im Sommer 2020 haussieren. Anfang August wurde mit 2.075 US-Dollar ein neuer Höchststand erreicht. Auf der Nachfrageseite weiteten vor allem die physisch hinterlegten ETCs ihre Käufe aus. Diese stockten ihre Gold-Bestände von Januar bis Ende Oktober um rekordhohe 34% bzw. 870 Tonnen auf. Die meisten anderen Komponenten der Nachfrage entwickelten sich aber schwach. So lag in den ersten neun Monaten des Jahres die Schmucknachfrage mit nur 860 Tonnen um rund 40% niedriger als 2019. Die Notenbanken kauften im selben Zeitraum über 50% weniger als im Jahr zuvor, und die industrielle Nachfrage lag knapp 12% tiefer. Insgesamt gesehen dürfte die Goldnachfrage 2020 um rund 10% oder mehr als 430 Tonnen gegenüber dem Vorjahr zurückgehen. Ein vermutlich weiter niedriges Zinsniveau mag den Goldpreis in den kommenden Monaten zwar nach unten absichern. Da aber kaum davon auszugehen ist, dass die ETCs das Tempo ihrer Gold-Käufe aufrechterhalten werden, dürfte der Gold-Hausse 2021 langsam die Luft ausgehen. Per Ende 2021 rechnen wir mit Preisen von 1.800 US-Dollar pro Feinunze.

Gold und Silber seit März im Hausse-Modus!

Goldpreis (in US-Dollar; linke Skala) — Silberpreis (in US-Dollar; rechte Skala)

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Silber mit starker Outperformance.

Für Silber ging es 2020 im Preis noch stärker nach oben als für sein gelbes Pendant. Während der Goldpreis von Mitte März bis Anfang August um gut 40% zulegte, stieg der Silberpreis im selben Zeitraum um mehr als 150%. Das weltweite Angebot an Silber dürfte 2020 gegenüber dem Vorjahr um rund 7% oder knapp 70 Mio. Unzen fallen. Demgegenüber dürfte die Nachfrage, die ETCs herausgerechnet, um fast 170 Mio. Unzen oder knapp 17% einbrechen. Den sich damit abzeichnenden Angebotsüberschuss kompensieren bislang die physisch hinterlegten Silber-ETCs, haben diese doch ihre Bestände von Anfang Januar bis Ende Oktober um 46% bzw. 280 Mio. Unzen aufgestockt. Allerdings hat die Dynamik der ETC-Nachfrage zuletzt deutlich nachgelassen. Bei Licht besehen haben sich die ETC-Bestände seit Ende August 2020 sogar verringert. Sofern die ETCs nicht wieder auf die Käuferseite wechseln, dürften uns bei Silber niedrigere Preise ins Haus stehen. Wir rechnen per Ende 2021 mit Preisen von 18 US-Dollar je Unze.

05.6 Immobilien

Trotz Rezession als Anlageklasse gesucht.

Martin Güth

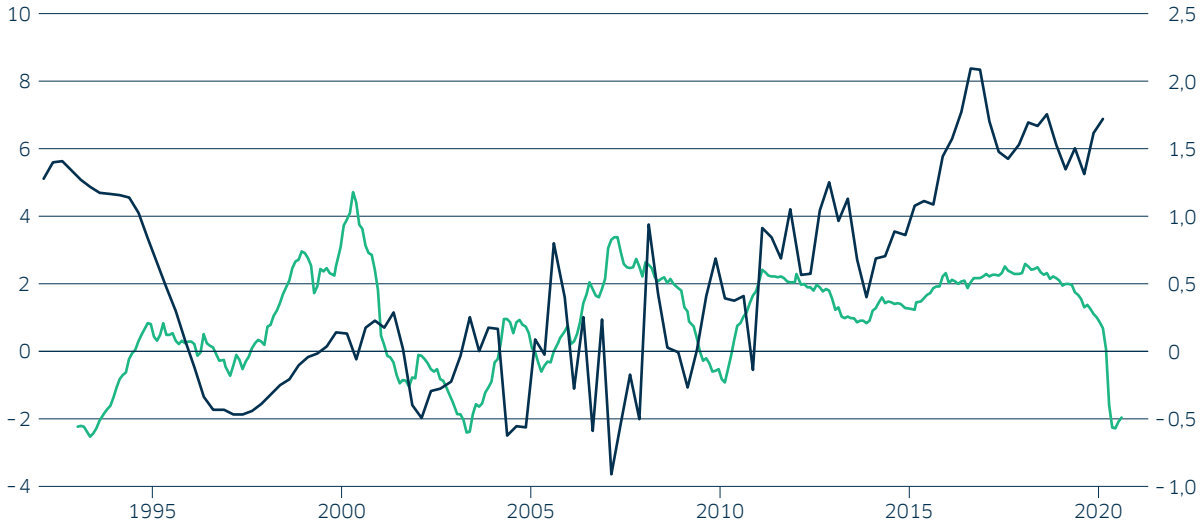
Corona-Krise trifft die Marktsegmente sehr unterschiedlich.

Die heftige Rezession im Zuge der aktuell grassierenden Corona-Pandemie und aufgrund der Maßnahmen zu deren Eindämmung hat deutliche Auswirkungen auf den deutschen Immobilienmarkt. Die Anzahl der Arbeitslosen ist gestiegen, und viele Unternehmen kämpfen um ihre Existenz. Sowohl für Gewerbe- als auch Wohnimmobilien haben sich die fundamentalen Rahmenbedingungen verschlechtert. Im Detail sind die Auswirkungen auf die einzelnen Marktsegmente dabei sehr unterschiedlich, und es sind auch positive Effekte zu beobachten.

Zwar hat die Wirtschaft in Deutschland im dritten Quartal viel vom Einbruch im Vierteljahr zuvor nachgeholt. Diese Stabilisierung steht aber auf wackligen Füßen. Neuerliche Corona-Eindämmungsmaßnahmen setzen für den bevorstehenden Winter ein dickes Fragezeichen hinter die begonnene Erholung. Die Realwirtschaft ist noch nicht über den Berg. Eine verschlechterte Erwerbslage sowie Sorgen um den eigenen Arbeitsplatz dürften für sich genommen in der Bevölkerung zu einem nachlassenden Kaufinteresse nach Wohnimmobilien führen.

Auch bietet die demografische Entwicklung dem Wohnungsmarkt aktuell keine Unterstützung. Aufgrund eingeschränkter Reisemöglichkeiten fiel die Zuwanderung im laufenden Jahr geringer aus als zuvor. Erstmals seit 2010 ist im ersten Halbjahr 2020 die Bevölkerung in Deutschland geschrumpft. Die Zuwanderung kam in der Vergangenheit insbesondere den Metropolen und Schwarmstädten zugute. Sollte die Corona-Pandemie im Laufe des kommenden Jahres an Brisanz verlieren, dürfte die Nettozuwanderung nach Deutschland wieder höher ausfallen, zumal die Wirtschaft in Deutschland die Krise, nicht zuletzt dank staatlicher Unterstützung, besser überstehen sollte als in vielen anderen Staaten Europas. Für die kommenden Jahre rechnen wir mit einer wieder leicht wachsenden Bevölkerung.

Beschäftigungsrückgang deutet auf schwächere Preisentwicklung hin.



Wohnimmobilienpreise (in % Y-Y; linke Skala)
Beschäftigungswachstum (ggü. Vorjahr in Mio.; rechte Skala)

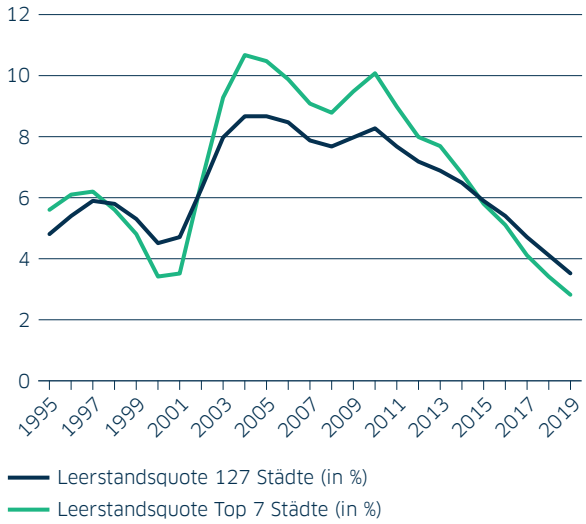
Quellen: Refinitiv, LBBW Research

In den vergangenen zehn Jahren sind die Preise für Wohnungen in Städten mit wachsender Bevölkerung erheblich stärker gestiegen als in jenen mit einer schrumpfenden Bevölkerung. Diese Spreizung dürfte sich grundsätzlich fortsetzen. Die Corona-Pandemie macht aus einer bislang wenig attraktiven Stadt nicht plötzlich eine attraktive. So werden wohl auch künftig Regionen mit starker Wohnungsknappheit neben Regionen mit einem Überfluss an Wohnraum existieren. Gewisse Verschiebungen sind gleichwohl zu erwarten. Wir rechnen mit künftig weniger starken Wanderungsbewegungen als in den zurückliegenden zehn Jahren. Dadurch sollte der Rückenwind für Metropolen und beliebte Universitätsstädte geringer werden.

Zudem dürfte die Ausweitung von Homeoffice den Markt für Wohnimmobilien beeinflussen. Auch wenn einstweilen nur schwer abzusehen ist, wie stark die Möglichkeit, von Hause aus zu arbeiten, künftig genutzt wird, so dürfte der Trend in diese Richtung vorgezeichnet sein. Dies bedeutet grundsätzlich eine Aufwertung des Wohnens. Erstens verbringen die Menschen nun mehr Zeit in ihren »vier Wänden«, und zweitens benötigen sie gegebenenfalls mehr Fläche, um sich einen adäquaten Arbeitsraum einzurichten. Für Menschen mit der Möglichkeit zum Homeoffice wird es daneben weniger wichtig, nahe bei ihrem Arbeitsplatz zu wohnen, da sie nicht mehr so häufig pendeln müssen. Dies dürfte die »Speckgürtel« um große Städte herum, relativ betrachtet, an Attraktivität gewinnen lassen, zumal die Wohnungspreise und Mieten dort im Allgemeinen niedriger sind.

Verlierer des Trends zu mehr Homeoffice dürften, wenig überraschend, die Büroimmobilien sein. Von einer extremen Belastung hierdurch gehen wir aber nicht aus. In vielen Fällen wird Homeoffice wohl nur eine Ergänzung zum Arbeiten im Büro und nicht einen kompletten Ersatz darstellen. Zudem traf die Corona-Krise den Markt für Büroimmobilien in einer Phase, in der er ohnehin mehr und mehr Gefahr lief zu überhitzen. Die Leerstandsquoten sind, sowohl im historischen als auch im internationalen Vergleich, niedrig.

Deutschland: Leerstandsquoten für Büroimmobilien auf Tiefständen.



Quellen: Deutsche Bundesbank, bulwiengesa AG, LBBW Research

Nun könnten sie ansteigen – vor allem aufgrund einer geringeren Beschäftigung und zu erwartender Unternehmensinsolvenzen. Insgesamt dürfte der Anstieg der Leerstände für den Markt zu verkraften sein.

Daneben verstärkt die Corona-Krise den Trend zur Nutzung des Online-Handels. Dies setzt etablierten Einzelhändlern zu. Dabei dürften sich Geschäfte mit Artikeln des täglichen Bedarfs wie Supermärkte oder Drogerien als relativ robust erweisen. Insofern fächert sich der Markt für Einzelhandelsimmobilien weiter auf. Profiteure des Online-Handels sind die Logistikimmobilien.

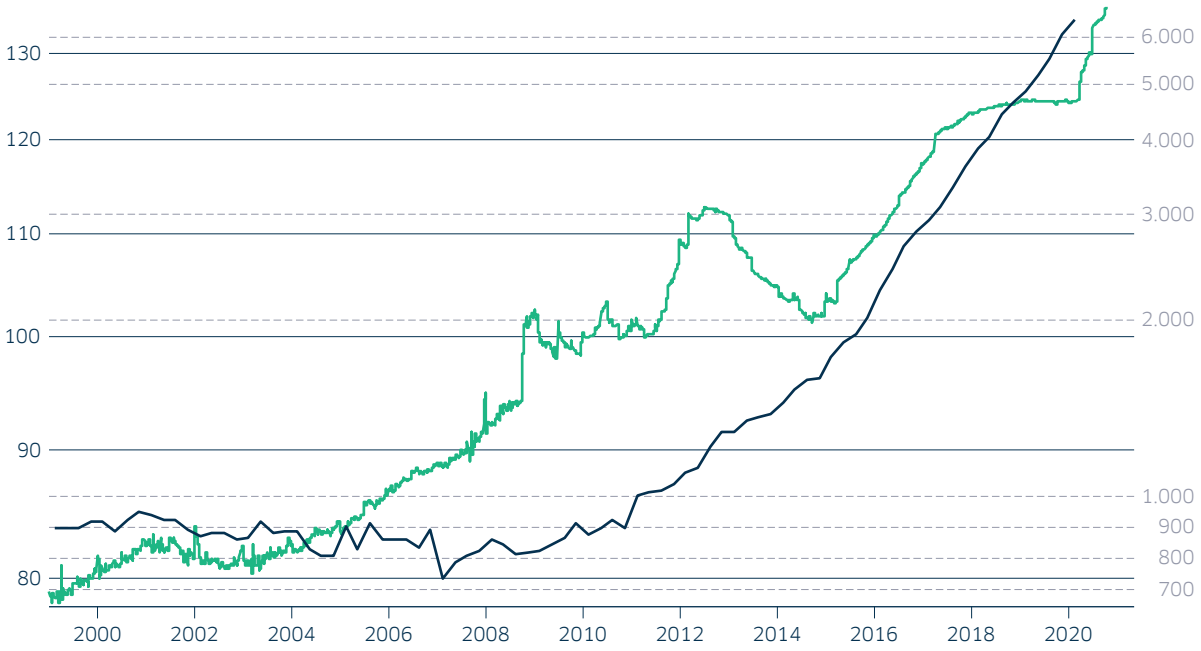
Immobilien gewinnen als Anlageklasse an relativer Attraktivität.

Trotz des fundamentalen Gegenwinds sind die Preise für Wohnimmobilien nach aktuellem Stand der Daten bis zuletzt weiter gestiegen: ein Phänomen, dass für viele Länder zu beobachten ist. Wesentlicher Grund dafür dürfte sein, dass Wohnimmobilien zwar eine eher risikoarme

Kapitalanlage darstellen, gleichzeitig aber eine höhere Rendite ermöglichen, als sie mit sicheren Anleihen erzielbar ist. In Kapitel 04.2 haben wir dargelegt, dass angesichts einer extrem expansiven Geldpolitik und spätestens seit der jüngsten Neuausrichtung der US-Notenbank das Zeitalter der realen Assets begonnen hat. Unattraktive Zinsen dürften auch künftig dafür sorgen, dass Anleger von den Anleihemärkten auf andere Anlageformen ausweichen. Die Entkopplung im Wachstum zwischen Geldmenge und Realwirtschaft, wie wir es bereits seit vielen Jahren erleben und sich dies auch auf absehbare Zeit fortsetzen dürfte, spricht unseres Erachtens ebenfalls dafür, Sachwerten ein größeres Gewicht bei der Kapitalanlage zu geben. Auch nach vorn blickend dürfte die Geldpolitik wohl vor allem die Vermögenspreise und weniger die Konsumentenpreise in die Höhe treiben.

Aufgrund gestiegener relativer Attraktivität gehen wir für die kommenden Jahre von weiter steigenden Preisen für Wohnimmobilien aus, wenngleich die Entwicklung auch künftig maßgeblich vom konkreten Standort abhängen dürfte. Wie bereits dargestellt mag sich die Wohnungsknappheit in den Ballungszentren, nach vorne blickend, etwas entschärfen. Aufgrund verschlechterter fundamentaler Rahmendaten sowie eines bereits erreichten erhöhten Bewertungsniveaus rechnen wir für den Markt insgesamt mit geringeren Preissteigerungsraten als in den zurückliegenden Jahren.

Ausweitung der Notenbankbilanz lässt Vermögenspreise steigen.



Preisindex für Wohnimmobilien (linke Skala)

Bilanzsumme der EZB (in Mrd. Euro, rechte Skala)

Quellen: Refinitiv, LBBW Research

05.7 Aktien

Markt in schwierigem Übergang: Von der Liquidität als Treiber hin zu den Gewinnen.

Frank Klumpp und Uwe Streich

Märkte warten auf flächendeckende Corona-Impfungen.

Hakte so mancher Börsianer im Sommer des ablaufenden Jahres Covid-19 gedanklich schon ab, zeigt die seit Ende der Sommerferien wütende zweite Infektionswelle plastisch, dass sich das Corona-Gespenst so schnell nicht verjagen lässt. Noch dürften einige Monate ins Land ziehen, bis flächendeckende Impfungen möglich sind. Speziell in Europa weiß sich die Politik angesichts exponentiell ansteigender Neuinfektionen jüngst nicht mehr anders zu helfen, als neuerlich »Lockdown«-ähnliche Regime einzuführen. Die Realwirtschaft soll zwar insgesamt weiterlaufen; deren Dynamik wird jedoch abgebremst, nicht zuletzt in den von den Eindämmungsmaßnahmen schwerpunktmäßig betroffenen Dienstleistungsbereichen.

Abwärtsrevisionen bei insgesamt wieder steigendem Gewinnniveau.

Trotz Corona: Die Analystenzunft prognostiziert für den US-Blue-Chip-Index S&P 500 für das Jahr 2021 im Konsens einen Gewinn leicht oberhalb des Vorkrisenniveaus von 2019. Für den DAX wird sogar ein deutlicher Gewinnanstieg erwartet. Für den Euro Stoxx 50 wird demgegenüber davon ausgegangen, dass das Gewinnniveau im kommenden Jahr nicht ganz an das Level des Vorjahres heranreicht. Nach unseren Erwartungen wird die Weltproduktion erst in der zweiten Hälfte des neuen Jahres, in Europa sogar wohl erst im Jahr 2022, das Niveau der Zeit unmittelbar vor der Krise einholen. Insofern halten wir die derzeitigen Aktiengewinnschätzungen für zu optimistisch. Insbesondere für das erste Halbjahr 2021 gehen wir von sichtbaren Gewinnrevisionen abwärts aus. Absolut betrachtet sollten die Gewinne 2021 jedoch wieder höher ausfallen als 2020, weshalb wir davon ausgehen, dass die nach vorne blickenden 12-Monats-Forward-Gewinne in der Tendenz nun wieder steigen werden.

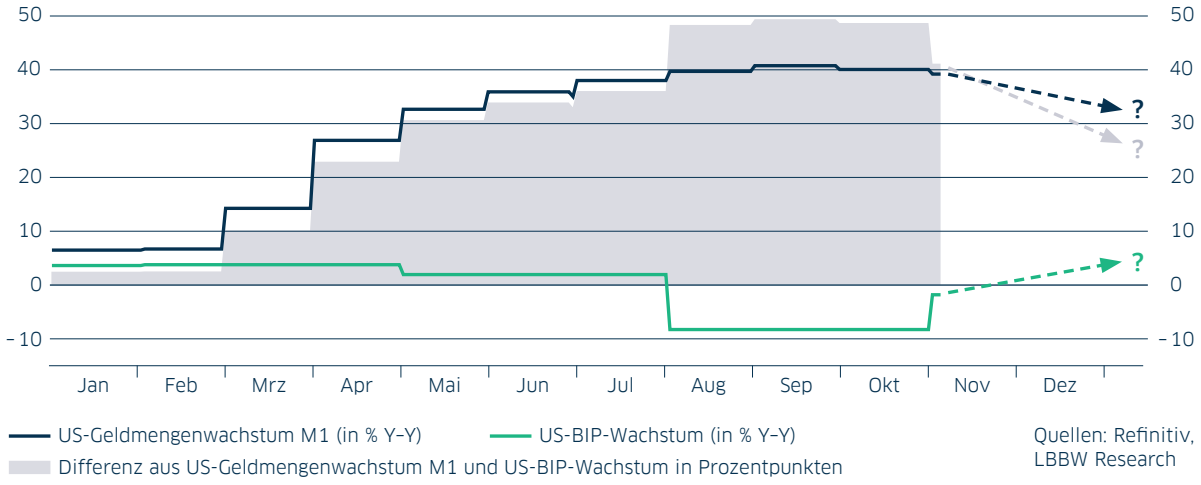
Liquiditätseffekt dürfte auslaufen.

Die Aktiengewinne lagen im Euro Stoxx 50 seit dem Jahr 2002 nicht mehr so tief wie aktuell. Im DAX sind sie zuletzt auf das Niveau von 2013 zurückgefallen. Die Gewinne im S&P 500 können sich zumindest mit denen des Jahres 2017 vergleichen. Derweil haben sich die Aktienindizes von ihren Einbrüchen des zweiten Quartals zu einem Gutteil erholt. Der wesentliche Grund: die Wirtschaftspolitik mit ihren Corona-Hilfspaketen jedweder Art und mit einer immensen Liquidität der Notenbanken rund um den Globus. Technisch formuliert: Die eng gefasste Geldmenge M1 ist dem Wachstum der Volkswirtschaft sprunghaft enteilt. Liquidität ist im Überfluss vorhanden, was den Assetpreisen zugutegekommen ist, allen voran den Aktienkursen. Der Negativeffekt der eingebrochenen Gewinne ist mühelos wettgemacht worden.

In den USA fiel der Liquiditätseffekt speziell beim S&P 500 nicht nur weit höher aus als hierzulande; vielmehr überstieg er sogar den negativen Gewinneffekt deutlich. Dies ließ das als neutral empfundene Indexniveau steigen. Im DAX egalisierte der Liquiditätseffekt wenigstens den aus den sinkenden Gewinnen resultierenden Negativeffekt. Demgegenüber verblieb im Euro Stoxx 50 als Ergebnis aus beiden Teileffekten ein deutliches Minus. In Ländern wie Spanien, Italien, Frankreich, den Niederlanden oder Belgien wütete das Virus weit schlimmer als andernorts. Entsprechend einschneidend wirkte sich im Euro Stoxx 50 ein extrem negativer Gewinneffekt aus.

Mit Blick auf das neue Jahr hat der Liquiditätseffekt eine Kehrseite: Es steht zu erwarten, dass das Geldmengenwachstum nachlässt. Umgekehrt sollte die Realwirtschaft anhaltend zu Wachstum zurückfinden. In der Konsequenz mag die Überschussliquidität auf Sicht deutlich sinken. Für die Aktienmärkte wäre dies tendenziell negativ. Der von uns erwartete Anstieg der 12-Monats-Forward-Gewinne sollte dies jedoch ausgleichen.

Liquiditätseffekt (am Beispiel der USA).



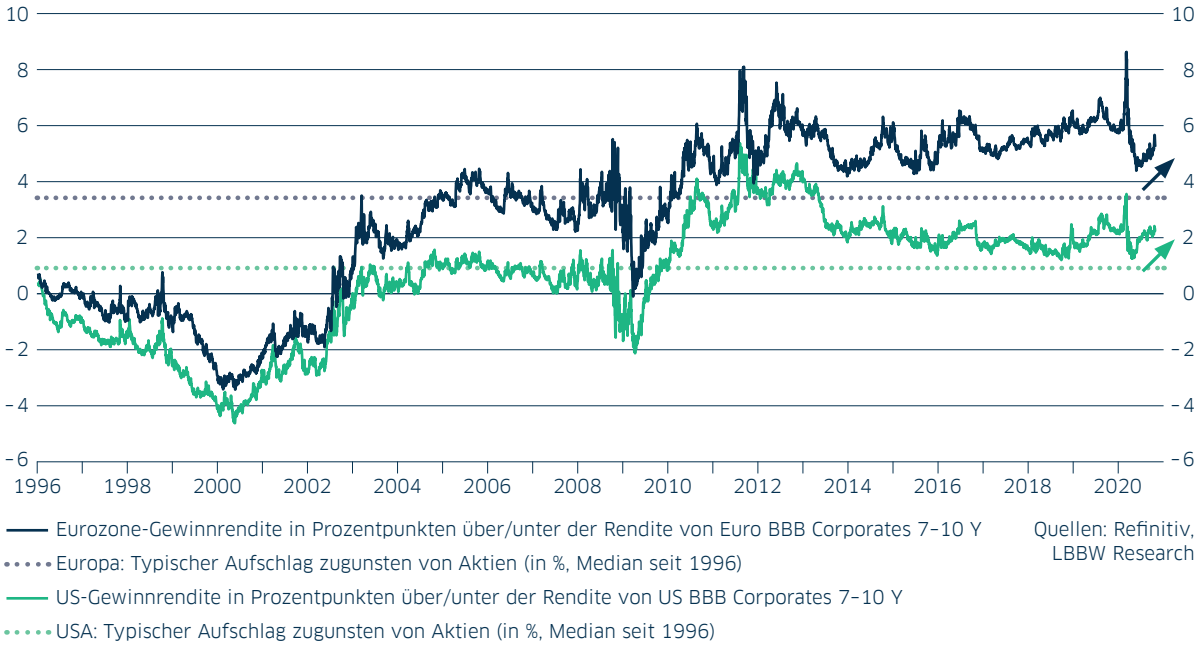
Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Dabei könnte sich der Übergang von der liquiditätsgetriebenen Erholungsrally zu einem von Gewinnen getragen Markt als holprig und als nicht friktionsfrei erweisen.

Hohe relative Attraktivität von Aktien.

Die US-Notenbank dürfte mit ihrem jüngsten geldpolitischen Strategieschwenk das bestehende Niedrigzinsumfeld auf unbestimmte Zeit zementiert haben. Die relative Attraktivität von Aktien speziell gegenüber Anleihen dürfte zunächst Bestand haben. Zur Messung dieser Attraktivität wird oftmals die Dividendenrendite von Aktien mit der Rendite von Anleihen verglichen. Dabei schütten Unternehmen regelmäßig nur einen Teil ihrer Gewinne als Dividende aus. Aussagekräftiger erscheint uns so gesehen ein Vergleich zwischen Anleiherendite und Gewinnrendite des Aktienmarktes. Letztere ist nichts anderes als das inverse Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Im Falle eines KGVs von 10 liegt die Gewinnrendite des Aktienmarktes bei 10%, im Falle eines KGVs von 20 nur bei 5%. Um darüber hinaus mit vergleichbaren Bonitäten zu arbeiten, sollte die Gewinnrendite des Aktienmarktes nicht so sehr Renditen von Staatsanleihen gegenübergestellt

Relative Attraktivität von Aktien gegenüber Unternehmensanleihen.



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

werden, sondern der Rendite eines Korbs an Unternehmensanleihen (Corporates). Eine Anlage in Aktien ist aus Sicht eines Anlegers dann attraktiv, wenn die Differenz aus Gewinn- und Corporate-Rendite mindestens so hoch ausfällt, dass sie als Äquivalent für das höhere Risiko einer Aktienanlage zu werten ist.

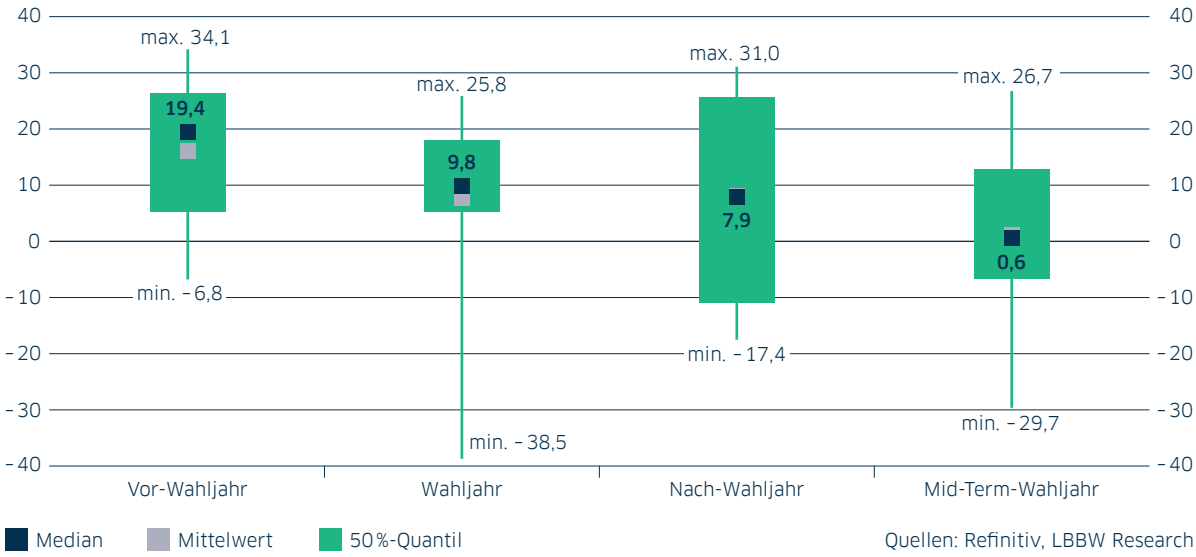
Wir stellen fest: Sowohl für Europa als auch für die Vereinigten Staaten gilt dieser Tage, dass der Renditeaufschlag zugunsten der Aktien aktuell markant höher ausfällt als im langjährigen Mittel. Im Klartext: Die derzeit am Aktienmarkt vorherrschenden Bewertungen mögen hoch erscheinen, und Corona mag vielerorts die Gewinnrenditen gedrückt zu haben. Dennoch wird das höhere Risiko einer Aktienanlage gegenüber dem Rentenmarkt derzeit weit überdurchschnittlich entlohnt. Auf absehbare Zeit dürfte das »TINA«-Argument greifen: »There Is No Alternative«.

Nach-Wahl-Jahre mit unterdurchschnittlicher US-Performance.

Zwei Themen dominierten im Jahr 2020 die Dispositionen im Hinblick auf Risikoassets. Neben der Corona-Pandemie war dies, vergleichsweise spät im Jahr, die US-Präsidentschaftswahl. Die Unsicherheit, mit welchem Präsidenten und mit welcher Agenda es in den Vereinigten Staaten ab dem kommenden Jahr weitergehen würde, überlagerte sich mit Unsicherheiten aus dem Pandemiegeschehen. Die Erfahrung lehrt, dass die Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer regelmäßig erst lernen müssen, eine neue US-Administration einzuschätzen. Speziell im ersten Amtsjahr eines US-Präsidenten schwanken die Aktienkurse regelmäßig außergewöhnlich stark, insbesondere dann, wenn der Präsident wechselt und es zu vielen Gesetzesänderungen kommt.

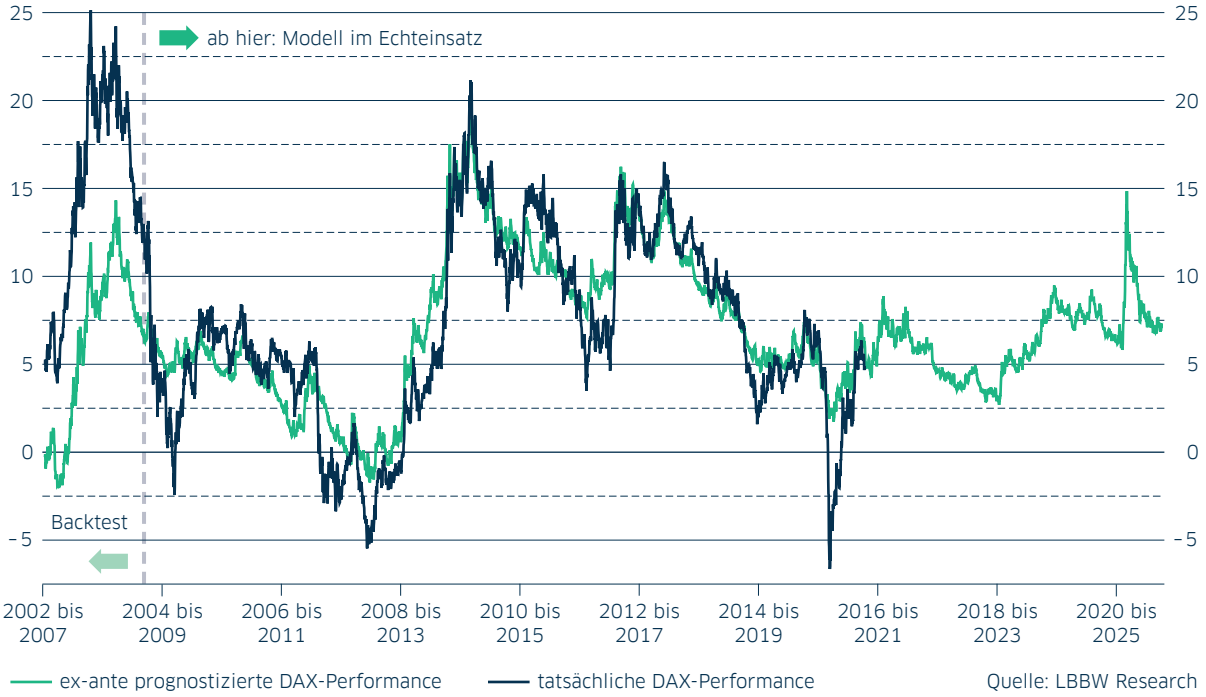
Entsprechend dürfte im Jahr 2021 von Interesse sein, inwieweit der neu gewählte Präsident Joe Biden seine Agenda umsetzen kann. Einiges hieraus würde die Unternehmen belasten, wie eine anvisierte Erhöhung des Mindestlohnes oder eine in Aussicht gestellte Anhebung der Unternehmensteuern. Manches wiederum würde der pandemie-geplagten US-Wirtschaft helfen, wie der von Joe Biden angestrebte »New Green Deal«. Vor diesem Hintergrund wird spannend sein, ob die Demokraten neben der Präsidentschaft und der Mehrheit im Repräsentantenhaus auch die Mehrheit im Senat gewinnen – dies wird sich im Januar in Stichwahlen entscheiden.

S&P 500 in Wahlzyklen seit 1964 (in %).



Quellen: Refinitiv, LBBW Research

Performance LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell
(Renditeerwartung für die jeweils nachfolgenden fünf Jahre in % p.a.).



Aktien auf mittlere Sicht auch in absoluter Betrachtung attraktiv.

Für Anleger mit einem Mittelfristhorizont sind Aktien nicht nur in Relation zu Anleihen attraktiv, sondern auch absolut betrachtet. Illustriert sei dies am LBBW-DAX-Fünf-Jahres-Modell. Es basiert auf zwei Faktoren. Erstens spiegelt die Dividendenrendite des DAX die Ertragssituation börsennotierter Unternehmen wider. Zweites geht der Quotient aus zusammengefasstem Börsenwert der DAX-Unternehmen zur Geldmenge M3 als Bewertungskomponente in das Modell ein. Jenes ist seit rund 16 Jahren im Echteinsatz. Es hat sich in dieser Zeit als stichhaltiger Gradmesser der Aussichten am Aktienmarkt erwiesen. Unser Modell avisiert für die kommenden fünf Jahre eine DAX-Performance von mehr als 7 % p.a. Das Modell macht allerdings keine Aussage darüber, wie sich diese Performance auf den Gesamtzeitraum verteilt, also auch nicht darüber, ob der DAX zunächst weiter steigt oder doch zwischendurch deutlich fällt! Trotz einer historisch hohen Prognosequalität unseres Modells lässt sich zwar nicht ausschließen, dass dieses die Zukunft zu rosig einschätzt. Aber selbst dann, wenn wir auf die avisierte Performance einen deutlichen Abschlag in Höhe von zwei bis drei Prozentpunkten vornähmen, schlügen Aktien die Anleihen auf Sicht weiterhin.

Fazit

2020 kam den Aktienmärkten ein spürbarer Liquiditätseffekt zugute. Diesen ersetzt, nach vorne blickend, Schritt für Schritt ein mehr und mehr positiver Gewinneffekt. Dabei mag der absehbare Übergang von der einen in die andere Phase durchaus von gewissen Friktionen begleitet sein. Aktien bleiben bis auf Weiteres gegenüber zinstragenden Produkten die unvergleichlich attraktivere Anlageklasse. »TINA« behält vorläufig seine Gültigkeit: »There Is No Alternative«. Schwächere Marktphasen sollten die Anlegerschaft zu Umschichtungen oder Nachkäufen bei Aktien animieren. Trotz absolut betrachtet hoher Bewertungsniveaus am Aktienmarkt sehen wir für 2021 und darüber hinaus weiteres Potenzial.

Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und in Liechtenstein.
Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24–28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Impressum

Redaktion

Landesbank Baden-Württemberg
Research
Am Hauptbahnhof 2
70173 Stuttgart

Redaktionsschluss / Druckfreigabe:
17. November 2020

Fotoquellen:
Getty Images,
Landesbank Baden-Württemberg

11.2020

sparkasse.de

Ein Service Ihrer Sparkasse.