

Perspektiven Ausblick 2021 (Ausgabe 11/2020)

BayernLB Research

Beachten Sie bitte den/die Hinweis/e auf der/den letzten Seite/n
 ► clientnext.bayernlb.de, Bloomberg: RESP BAYR

Wunsch nach Normalität



Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research

Die Chancen stehen gut, dass das kommende Jahr in ruhigeren Bahnen verläuft als das außergewöhnliche Jahr 2020. Doch trotz berechtigter Hoffnungen, dass sich das soziale Leben mit der Verfügbarkeit eines Impfstoffs im Jahresverlauf normalisiert, wird auch 2021 von der Pandemie geprägt sein und kein „normales“ Jahr werden. Das Konjunktur- und Marktgeschehen wird dabei stark von den Interventionen der Geld- und Fiskalpolitik bestimmt. Um einen erneuten Einbruch zu vermeiden, werden die politischen Entscheider bereit sein im Notfall noch tiefer in den unorthodoxen Instrumentenkasten zu greifen. Zugleich werden die Zentralbanker mit Hochdruck an digitalen Geldkonzepten arbeiten.

Der Wunsch nach Normalität bei sozialen Kontakten wird leider so schnell nicht in Erfüllung gehen. Daher steht den betroffenen Branchen und den stark von ihnen abhängigen Ländern ein konjunkturell harter Winter bevor. Von der erwarteten Lockerung der Beschränkungen in der zweiten Jahreshälfte dürften sie dann aber überproportional profitieren. Zusätzlich unterstützt durch den EU-Wiederaufbaufonds, der trotz des vorliegenden dreisten Vetos von Ungarn und Polen in Kraft treten dürfte, wird das BIP-Wachstum in den Euro-Peripherieländern 2021 stärker zulegen als in Deutschland oder den USA. Dennoch wird es in der Peripherie, auch wegen der negativen Langzeitfolgen der Pandemie, länger dauern, bis das BIP-Vorkrisenniveau wieder erreicht wird.

Der Wunsch nach Normalität im Weißen Haus geht schon am 20. Januar in Erfüllung. Damit dürfte der Ton auf der globalen politischen Bühne freundlicher werden. Der US-chinesische Konflikt wird aber andauern und sich auf den Technologie-Sektor verlagern, was Europa zunehmend in Bedrängnis bringt. Profitieren von der Wahl Bidens (und von den Klimapaketen in Europa) dürfte vor allem die Umwelttechnologie, die in Deutschland bereits gut vertreten ist. Die USA werden sich zudem im Bereich Green Finance stärker engagieren; dies jedoch ohne die Europäer von Platz 1 verdrängen zu können.

Die Erfahrungen aus dem Jahr 2020 mahnen Prognostiker zur Demut. Wir stehen mit Überzeugung hinter unserem Szenario einer sich festigenden Konjunktur, in der sich risikoreiche und illiquide Assets gut entwickeln. Wir sind uns aber bewusst, dass man ohne gänzlich abwegige Annahmen entweder ein Szenario entwickeln kann, in dem die Weltwirtschaft unter der Schuldenlast zusammenbricht, oder ein Szenario, in dem die Corona-Krise Kräfte freisetzt und es zu einer Wiederauflage der „Roaring Twenties“ kommt.

Im Namen des Teams wünsche ich Ihnen frohe Weihnachten und alles Gute für 2021.
 Jürgen Michels

Kurz & klar

- Die Pandemie und die politischen Reaktionen darauf bestimmen die Konjunktur 2021.
- Mit flächendeckenden Impfungen verstetigt sich die Erholung im zweiten Halbjahr.
- Die Langfristfolgen der Pandemie wirken per Saldo wachstumsdämpfend.
- Bei unveränderten Zinsen setzen Fed und EZB die Bilanzexpansion fort.
- Gute Aussichten bestehen für risikoreiche Financial Assets und Wohnimmobilien.

Globales Umfeld: Wunsch nach Normalität

- ▶ BIP-Erholung bei niedriger Inflation

Die wirtschaftliche Entwicklung wird auch 2021 von Corona und den politischen Eingriffen zur Eindämmung der Pandemie und zur Stützung der Konjunktur geprägt sein. Nach einem schwachen und volatilen ersten Halbjahr dürfte die Weltwirtschaft mit der erwarteten Verbreitung von Impfstoffen einen stabileren Erholungskurs einschlagen. Trotz weiterhin erhöhter politischer Unsicherheit erwarten wir keine Eskalationen, die die globale wirtschaftliche Erholung substanziell gefährden könnten.

Um einen erneuten Wirtschaftseinbruch zu verhindern, werden Fiskal- und Geldpolitik expansiv ausgerichtet bleiben. Trotz selektiver Preisanstiege erwarten wir in einem Umfeld weltweit nicht ausgelasteter Kapazitäten niedrige Inflationsraten. Mittelfristig stellt die überbordende Zentralbankliquidität in Kombination mit hoher Verschuldung jedoch ein substanzielles Inflationsrisiko dar.

Rohstoffmärkte: Positiver Ausblick für Öl und Gold

- ▶ Öl: Rückschlags-Risiken

Wir erwarten in der ersten Jahreshälfte 2021 keinen Ausbruch des Ölpreises aus seinem Seitwärtskorridor, sondern vielmehr wiederholte Rücksetzer auf 40 Dollar je Fass Brent. Die Risiken auf dem Ölmarkt reichen von hohen Lagerbeständen und einer durch Corona geschwächten Nachfrage in Europa und den USA über eine höhere Produktion in Libyen bis hin zu anhaltender Unsicherheit über die Einhaltung und Verlängerung der „OPEC+“-Förderkürzungen. In der zweiten Jahreshälfte gehen wir mit einer Erholung der Nachfrage, u.a. im Transportsektor, und einer rückläufigen US-Ölförderung von einem Anstieg des Ölpreises auf 50 Dollar je Fass Brent aus.

- ▶ Gold: Auf ein Neues in 2021

Im Zuge der chaotischen US-Wahlen startete Gold zunächst durch und nahm die 2.000 Dollar-Marke wieder ins Visier. Lange hielt der Höhenflug aber nicht an, Gold fiel wieder unter 1.900 Dollar. Trotz dieses Rückschlags bleiben wir positiv für Gold gestimmt und sehen für 2021 das Potenzial für Kurse über 2.000 Dollar. Schließlich nehmen die staatlichen Schuldenberge, die QE-Programme der Notenbanken und die politischen Risiken weltweit eher weiter zu als ab.

USA: Keine großen Sprünge

- ▶ BIP-Aufwärtsrevision 2021 eher technischer Natur

Der BIP-Rückprall im 3. Quartal fiel stärker aus als erwartet und der Überhangeffekt ist der Hauptgrund für unsere Aufwärtsrevision des BIP für 2021 um 0,5 Prozentpunkte auf 3,5%. Die Stimmungsindikatoren präsentieren sich am aktuellen Rand stark, aber auch in den USA steht ein schwieriges 4. Quartal bevor, obschon die Lockdowns dort weniger drastisch sind als in Europa.

Sofern es nicht noch eine Überraschung bei den Senats-Nachwahlen in Georgia gibt, wird der Senat in republikanischer Hand bleiben. Somit ist nur mit begrenzten Fiskalmaßnahmen zu rechnen. Zudem hatten die massiven Fiskalpakete in den USA bisher nur relativ geringe Effekte. Dennoch werden die USA in unserem Bild im 1. Quartal 2022, ein Jahr vor dem Euro-Raum, das Vorkrisenniveau erreichen.

Die Fed wird nicht vom QE-Gas gehen und auch 2021 umfangreich Staatsanleihen kaufen. 2020 kaufte sie monatlich für rund 260 Mrd. Dollar, besonders groß war das Volumen im April und Mai. 2021 dürfte die Größenordnung eher zwischen 80 und 100 Mrd. Dollar pro Monat liegen.

Euro-Raum: Abnehmende Sinus-Schwingungen

- ▶ Auch 2021 dürfte eine Achterbahnfahrt werden

Zum Jahresende 2020 nimmt die wirtschaftliche Aktivität coronabedingt wieder ab. Auch 2021 dürfte sich die konjunkturelle Achterbahnfahrt zunächst im Wechsel zwischen Lockdown-Maßnahmen und Erholung fortsetzen. Die Höhe der Ausschläge in beide Richtungen nimmt aber ab. Erst in der zweiten Jahreshälfte sorgen zunehmend verfügbare medizinische Lösungen im Kampf gegen die Pandemie für eine Verstetigung des Wachstums. Geld- und Fiskalpolitik bleiben über den gesamten Prognosezeitraum stark expansiv mit entsprechenden Folgen für Notenbankbilanz und öffentliche Schuldenstände.

Deutschland: Industrie stabilisiert in der Krise

- ▶ Vorkrisenniveau wird erst 2023 erreicht

In der neuerlichen Infektionswelle profitiert die deutsche Wirtschaft vom vergleichsweise hohen Wertschöpfungsanteil der Industrie. Diese hat sich gut auf die Produktion unter Infektionsschutzmaßnahmen eingestellt und wirkt konjunkturstabilisierend, während der sonst weniger volatile Dienstleistungssektor stark unter den Lockdown-Maßnahmen leidet. Die Kurzarbeit verhindert einen starken Anstieg der Arbeitslosenquote und stabilisiert die Einkommen. Ein moderater Anstieg der Arbeitslosigkeit dürfte 2021 aber nicht zu verhindern sein. So bleibt neben den kurzfristig hart getroffenen Investitionen auch der Konsum, der trotz überschaubarer Einkommensverluste unter der stark gestiegenen Sparquote leidet, bis in die zweite Jahreshälfte 2021 nicht unbeschädigt.

Devisenmärkte: Nächste Etappe der Dollar-Abwertung steht bevor

- ▶ Prognosen unverändert

Der Dollar sollte gegenüber dem Euro kurzfristig weiter von den noch hohen offenen Shortpositionen und der Ausweitung der QE-Anleihekäufe durch die EZB gestützt werden. Mittelfristig dürften die Fortschritte bei Corona-Impfstoffen und eine weiter nachlassende Risikoaversion an den Märkten den Dollar jedoch weiter schwächen. Zudem erwarten wir, dass auflaufende Wechselkursverluste ausländische Investoren zur Verringerung oder nachträglichen Absicherung ihrer US-Anlagen bewegen, was die Dollar-Abwertung verstärken würde. Gemessen an der Kaufkraftparität zum Euro (von rund 1,40 EUR-USD lt. OECD) weist der Dollar immer noch eine hohe Bewertung auf, welche das große Abwertungspotenzial verdeutlicht. Längerfristig könnte der Dollar außerdem von einer Konsolidierung des rekordhohen Haushaltsdefizits (oder aber einer stark steigenden Verschuldung) in den USA belastet werden.

Rentenmärkte: EZB bleibt auch 2021 auf Shoppingtour

- ▶ Staatsanleihen: Notenbanken begrenzen Aufwärtstendenzen

Am Staatsanleihemarkt bleiben die Notenbanken 2021 marktbestimmend. Die Normalisierung von Konjunktur und Inflation, das hohe Angebot sowie die 2021 verstärkte aufkommende Konkurrenz von EU-Anleihen wirken am Bundmarkt zwar renditesteigernd. Die hohen Kaufvolumina der EZB werden den Renditeaufwärtstrend aber eng begrenzen. Die Euro-Peripherie bleibt durch die EZB unterstützt. Am Treasury-Markt sehen wir auf Sicht von zwölf Monaten nach dem Wahlsieg Bidens geringfügig höhere Renditen als bisher (10J.: 1,1%). Die Fed begrenzt Renditeaufwärtstendenzen aber weiter mit ihrem „QE infinity“.

- ▶ Covered Bonds: Keine Besserung in Sicht

Covered Bond-Investoren werden sich auch 2021 auf ein negatives Nettoangebot einstellen müssen. Trotz 132 Mrd. Euro an Fälligkeiten gehen wir nicht davon aus, dass die Bruttoneuemissionen die Marke von 100 Mrd. Euro stark übersteigen. Dafür werden die TLTRO-Angebote der EZB für Banken zu attraktiv bleiben. Das geringe Angebot dürfte zusammen mit dem anhaltenden Kaufinteresse der EZB die Spreads niedrig halten.

- ▶ Corporates: in den Händen der EZB

Am Corporates-Markt bleibt die EZB auch 2021 der stärkste Spreadtreiber. Unter dem Einfluss der beiden Kaufprogramme sowie einer sich erholenden Konjunktur und

abnehmender Unsicherheit dürfte das Umfeld konstruktiv bleiben. Da ggf. steigende Insolvenzen wohl in erster Linie nicht am Markt aktive Unternehmen treffen werden, dürften die Spreads auf niedrigen Niveaus verharren. Das alles spricht für ein weiteres solides Jahr am Primärmarkt. Wir erwarten 420 Mrd. Euro an Bruttoneuemissionen.

- ▶ Senior-Bankenemissionen im Bann der TLTROs

Die TLTRO-Konditionen, die im Dezember noch einmal attraktiver ausgestaltet werden dürften, werden das Volumen von Senior-Bankenemissionen schrumpfen und deren Duration steigen lassen. Das Potenzial für nachrangige Emissionen sollte dank regulatorischer Erleichterungen zur Kapitalstärkung groß sein. Nachdem die Spreads auf Vorpandemieniveaus angekommen sind, sehen wir den Raum für Einengungen als begrenzt an und erwarten eine Seitwärtsbewegung im kommenden Jahr.

Aktienmärkte: Chancen mit neuen Favoriten

- ▶ Fortsetzung des Aufwärtstrends auf breiterer Basis

Mit den ermutigenden Fortschritten bei der Impfstoffentwicklung und zum Teil auch durch den Sieg Bidens bei der US-Präsidentenwahl hat am Aktienmarkt eine Sektor- und Stilrotation eingesetzt. Unternehmen klassischer Industrien und stark zurück gebliebene Value-Titel erfahren Zuflüsse, während Growth-Aktien an Momentum verlieren. Diese Tendenz könnte sich 2021 fortsetzen und dem Aufwärtstrend am Aktienmarkt mehr Breite verleihen. Dadurch werden die europäischen Aktienindizes begünstigt, die Value-lastiger sind und 2020 deutlich hinter den US-Pendants hinterherhinkten.

Gleichzeitig hat zuletzt allerdings auch der Optimismus der Investoren zugenommen, was sich in einer deutlich offensiveren Portfoliopositionierung zeigt. Dies spricht für eine volatilere Aktienmarktentwicklung und erhöhte Korrekturrisiken bei negativen Nachrichten. Dank der massiven Liquiditätszufuhr der Notenbanken und der Rettungsschirme der Fiskalpolitik, die bei großen Verwerfungen ausgeweitet werden dürften, werden Kurskorrekturen aber vor allem als Einstiegchance in einem fortgesetzten Aufwärtstrend zu werten sein.

Immobilienmärkte: Wohnen krisenfest, Gewerbe mit Abwärtsrisiken

- ▶ Ausgeprägte Zweiteilung am Immobilienmarkt

Trotz des Konjunkturerinbruchs im Jahr 2020 ist in den kommenden Jahren mit steigenden Wohnimmobilienpreisen in den westeuropäischen Industrieländern und den USA zu rechnen. Hauptursache ist das nun auf Jahre zementierte Niedrigzinsniveau, welches die Wohnnachfrage befeuert. Zudem bleibt gerade in Deutschland das Wohnungsangebot langfristig knapp, wodurch weiterer Aufwärtsdruck auf die Preise entsteht.

Am konjunktursensitiven Gewerbeimmobilienmarkt sind die Folgen der Corona-Krise hingegen deutlich spürbar. Hier zeigt sich eine zunehmende Differenzierung der Nachfrage innerhalb der Asset-Klassen. Während sich - neben gewerblichen Wohnimmobilien - auch Logistikimmobilien weiterhin positiv entwickeln, geben die Preise für Einzelhandels- und Hotelimmobilien in Deutschland und vor allem in Großbritannien und in den USA bereits spürbar nach. Zudem herrscht eine hohe Unsicherheit über die künftige Flächennachfrage von Büroimmobilien (Trend zum Homeoffice). Der 2020 beobachtete Abwärtstrend bei der Preisentwicklung wird sich 2021 fortsetzen und für eine insgesamt negative Preisentwicklung bei Gewerbeimmobilien sorgen.

Asset-Allokation: „Risky assets“ bleiben auch 2021 erste Wahl

| | Allokationsempfehlung 6-12 M. ^{*)} | | | | | Total Return ^{*)} (%) | | |
|--------------------------|---|---|---------|---|----|--------------------------------|------|-------|
| | -- | - | neutral | + | ++ | YTD | -3M | -12M |
| Aktien | | | | | | 4,6 | 7,7 | 7,4 |
| USA | | | | | | 6,0 | 5,4 | 8,8 |
| Euro-Raum | | | | | | -5,0 | 6,2 | -3,3 |
| Japan | | | | | | 8,9 | 14,5 | 9,9 |
| Emerging Markets | | | | | | 5,0 | 12,2 | 10,1 |
| Renten | | | | | | 3,5 | 0,5 | 2,1 |
| Staatsanleihen | | | | | | 3,8 | 0,2 | 2,0 |
| USA | | | | | | 3,0 | -0,8 | 0,7 |
| Euro-Raum Core/Semi-Core | | | | | | 4,4 | 1,1 | 3,0 |
| Euro-Raum Non-Core | | | | | | 6,1 | 2,5 | 5,6 |
| Covered Bonds | | | ← | | | 1,9 | 0,4 | 1,3 |
| Unternehmensanleihen | | | | | | 2,3 | 2,0 | 2,6 |
| Investment Grade | | | | | | 2,5 | 1,7 | 2,5 |
| High Yield | | | → | | | 1,1 | 3,5 | 2,9 |
| Rohstoffe | | | | → | | -5,1 | 2,3 | -3,3 |
| Öl | | | | | | -38,8 | -1,8 | -35,9 |
| Gold | | | | | | 16,8 | -3,8 | 18,7 |
| Industrie-Metalle | | | | → | | 7,6 | 10,6 | 8,5 |
| Cash | | | | | | -0,4 | -0,1 | -0,4 |

*) Allokationsempfehlungen und Total>Returns auf Euro-Basis Stand: 20.11.2020

Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

- ▶ Notenbanken bleiben marktbestimmend

Die massive Liquiditätszufuhr der Notenbanken, die nach dem Corona-Einbruch zu einer kräftigen Erholung der Preise von „risky assets“ führte, bleibt auch 2021 ein maßgeblicher Faktor für die Asset-Allokation. Sie begünstigt mit der allmählichen Konjunkturerholung weiterhin risikoreiche Anlageklassen. Wir bleiben daher bei der Empfehlung, Aktien über- und Renten insgesamt unterzugeschichtet. Die Asset-Klasse Rohstoffe stufen wir von Neutral auf Übergewichten hoch.

- ▶ Stil- und Sektorrotation bei Aktien begünstigt europäische Titel

Aktien werden nicht nur durch die anhaltend günstigen monetären Rahmenbedingungen, sondern auch durch eine fortschreitende Erholung der Unternehmensgewinne unterstützt. Mit den besseren Aussichten für einen nachhaltigen Konjunkturaufschwung bei mit der Verfügbarkeit eines Impfstoffes absehbarer Eindämmung der Pandemie verbessern sich die Perspektiven für Aktien klassischer Industrien und Value-Titel, die sich längere Zeit unterdurchschnittlich entwickelten. Wachstumsaktien dürften ihre ausgeprägte relative Stärke der Vorjahre nicht entsprechend fortsetzen können. Diese Entwicklung, die bereits eingesetzt hat, begünstigt tendenziell europäische (und japanische) Aktien gegenüber US-Aktien. Bei Letzteren verringert sich bei einem Investor aus dem Euro-Raum der Gesamttrag aber vor allem wegen der auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten erwarteten weiteren Dollar-Abwertung.

- ▶ Kurskorrekturen einzukalkulieren

Nicht zuletzt, da die Aktienmärkte schon viel Positives vorweggenommen haben, werden Investoren die längerfristig besseren Ertragsperspektiven von Dividentiteln allerdings mit höherer Volatilität „bezahlen“ müssen. Korrekturrisiken ergeben sich unter anderem dadurch, dass sich die Überwindung der Pandemie länger als von vielen erwartet hinzieht, etwa aufgrund hoher logistischer Herausforderungen bei der Impfung breiter Bevölkerungskreise. Auch die in Teilbereichen hohen Aktienbewertungen könnten die zuletzt wieder offensiv positionierten Investoren bei negativen Nachrichten zu Gewinnmitnahmen verleiten.

- ▶ Unternehmensanleihen bleiben relativ attraktiv – gesunkene Risiken bei High Yields

Im Rentenbereich halten wir trotz schon enger Spread-Niveaus Unternehmensanleihen für überdurchschnittlich attraktiv. Diese bieten im Gegensatz zu vielen Staatsanleihen nicht nur eine positive Carry, sondern werden neben den EZB-Kaufprogrammen auch von der fundamentalen Aufhellung unterstützt. Dies spricht für gut verankerte Spreads. Unternehmensanleihen aus dem High Yield-Segment sind zwar in turbulenten Marktphasen und bei weiter hohen Ausfallrisiken überdurchschnittlichem Korrekturpotenzial ausgesetzt. Die EZB-Käufe im Investment Grade-Segment strahlen aber auch stark auf High Yields aus, die dabei aufgrund ihrer spürbar höheren Spread-Niveaus von immer schwierigeren Jagd nach Rendite profitieren dürften. Sollte die Politik 2021 noch stärker mit Unterstützungsprogrammen in den Unternehmenssektor eingreifen und Insolvenzrisiken damit reduzieren bzw. die erwartete Insolvenzwelle noch länger unterdrücken, könnten High Yield-Anleihen sogar positiv überraschen.
- ▶ Spread-Einengung der Euro-Peripherie geht weiter

Die massiven Kaufprogramme der Notenbanken bestimmen weiterhin den Markt für Staatsanleihen. In der Euro-Peripherie sollten sie 2021 für eine anhaltende Spread-Einengung und einen in Verbindung mit noch positiver Carry höheren Ertrag als im Core-Segment (wie bei Bundesanleihen) sorgen, wo wir negative Erträge erwarten. Sie bleiben daher innerhalb des Staatsanleihe-segments Übergewichtet. Der Gesamtertrag bleibt angesichts der negativen Ertragseffekte (Kursverluste) in Folge des leichten allgemeinen Renditeanstiegs allerdings auch bei Peripherie-Anleihen bescheiden. Im Gesamtportfolio bleiben sie daher nur neutral gewichtet. Bei US-Treasuries lastet vor allem die Währungskomponente (prognostizierte Dollar-Abwertung) auf dem erwarteten Gesamtertrag. Diese macht sich bei Anleihen aufgrund des Niedrigzinsniveaus besonders bemerkbar und ist der entscheidende Grund für die deutliche Untergewichtung von US-Staatsanleihen. Covered Bonds stufen wir von Neutral auf Untergewichten herunter. Das niedrige Spread-Niveau bietet bei leicht steigenden Renditen nur noch wenig Attraktivität.
- ▶ Rohstoffe bieten Chancen

Öl dürfte 2021 zwar eine wieder bessere Wertentwicklung zeigen, die sehr hohe Volatilität und die Dollar-Abwertung schränken die Attraktivität aber ein (neutrale Gewichtung). Gold sollte nach der jüngsten, auch von temporär steigenden US-Realzinsen getriebenen Konsolidierungsphase, 2021 wieder an seinen Aufwärtstrend anknüpfen. Wir bleiben hier Übergewichtet. Neue Chancen sehen wir bei Industriemetallen. Diese profitieren nicht nur von der überraschend robusten Konjunkturerholung Chinas, sondern auch strukturell von den Trends der Digitalisierung und Elektrifizierung (zum Beispiel erhöhter Bedarf für Herstellung von E-Fahrzeugg Batterien). Wir stufen daher Industriemetalle und damit die Asset-Klasse Rohstoffe von Neutral auf Übergewichten hoch.

Prognosen Gesamtwirtschaft

In Prozent

| | Welt-BIP Anteil | BIP-Wachstum zum Vorjahr | | | Inflation zum Vorjahr | | | Öffentl. Haushaltssaldo gemessen am BIP | | | Öffentl. Schuldenstand gemessen am BIP | | | Leistungsbilanzsaldo gemessen am BIP | | |
|---|-----------------|--------------------------|------------------|------------|-----------------------|------------------|------------|---|--------------------|-------------|--|--------------|--------------|--------------------------------------|-------------|-------------|
| | | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 | 2020 | 2021 | 2022 |
| USA | 25,5 | -3,6 (-4,0) | 3,5 (3,0) | 2,0 | 1,2 (1,3) | 1,7 | 1,6 | -16,7 (-22,3) | -9,6 (-11,0) | -5,6 | 126,7 | 134,2 | 130,1 | -2,7 | -2,5 | -2,3 |
| Euro-Raum | 15,9 | -7,1 (-8,7) | 3,9 | 2,7 | 0,3 | 1,2 (1,4) | 1,5 | -8,9 (-7,4) | -6,4 (-3,3) | -3,8 | 101,7 | 104,1 | 104,3 | 2,3 | 2,7 | 3,0 |
| Deutschland | 4,6 | -5,4 (-6,3) | 3,1 (3,9) | 2,6 | 0,4 | 2,0 (2,2) | 2,2 | -6,7 (-5,9) | -5,0 (-1,9) | -2,0 | 67,2 | 67,1 | 65,3 | 6,2 | 6,4 | 6,4 |
| Frankreich | 3,2 | -9,2 (-11,9) | 5,3 (4,4) | 3,0 | 0,5 | 1,0 (1,2) | 1,2 | -10,6 (-7,5) | -8,1 (-4,7) | -5,1 | 118,8 | 120,8 | 121,5 | -2,5 | -2,0 | -1,0 |
| Italien | 2,4 | -8,8 (-11,2) | 3,5 (3,6) | 2,0 | 0,0 | 0,0 (0,8) | 0,8 | -9,7 (-8,1) | -7,3 (-4,2) | -5,0 | 162,1 | 168,1 | 171,4 | 1,9 | 2,1 | 2,5 |
| Spanien | 1,7 | -11,6 (-13,7) | 3,9 (4,0) | 3,9 | -0,5 | 0,7 | 1,3 | -12,0 (-9,7) | -8,5 (-4,1) | -6,3 | 121,7 | 126,2 | 126,6 | 1,3 | 2,4 | 2,7 |
| Niederlande | 1,1 | -4,0 (-4,7) | 2,7 (3,4) | 2,2 | 0,9 | 1,3 (1,5) | 1,4 | -6,7 (-8,2) | -5,0 (-2,8) | -3,1 | 53,6 | 54,1 | 52,3 | 8,4 | 8,6 | 8,5 |
| Belgien | 0,6 | -8,3 | 1,5 (3,3) | 1,9 | 0,5 | 1,4 | 1,6 | -9,0 (-4,4) | -4,9 (-2,9) | -4,1 | 116,8 | 118,5 | 114,5 | 0,0 | 0,5 | 0,4 |
| Österreich | 0,5 | -7,6 | 2,5 (4,4) | 2,9 | 1,0 | 1,3 | 1,6 | -9,2 (-11,2) | -5,8 (-3,0) | -3,1 | 82,2 | 83,8 | 80,2 | 2,0 | 2,9 | 3,2 |
| Griechenland | 0,2 | -7,2 (-6,8) | 3,7 (5,4) | 1,7 | -1,2 | 0,5 | 1,0 | -7,8 (-10,0) | -4,5 (-2,6) | -2,8 | 207,8 | 208,4 | 203,0 | -5,0 | -4,0 | -3,0 |
| Finnland | 0,3 | -3,6 (-3,5) | 2,1 (3,4) | 2,2 | 0,2 | 1,0 (1,2) | 1,4 | -8,8 (-10,4) | -4,7 (-3,2) | -3,3 | 66,7 | 67,7 | 65,4 | -1,4 | -1,3 | -1,5 |
| Portugal | 0,3 | -8,7 (-9,2) | 3,3 (3,7) | 2,9 | 0,0 | 0,9 | 1,2 | -8,0 | -4,2 (-1,4) | -2,8 | 139,2 | 138,8 | 133,4 | -0,9 | -0,5 | -0,5 |
| Irland | 0,5 | -2,4 (-2,7) | 1,7 (3,5) | 2,7 | -0,3 (0,0) | 0,6 (0,9) | 1,4 | -5,5 (-3,5) | -4,3 (-2,3) | -2,5 | 62,1 | 63,3 | 60,8 | 4,6 | 0,2 | -0,3 |
| Japan | 6,0 | -5,2 (-4,5) | 2,3 (2,0) | 1,3 | 0,1 (-0,3) | 0,3 | 0,7 | -12,0 (-6,0) | -6,5 (-3,0) | -3,5 | 266,0 | 264,0 | 263,0 | 2,4 | 2,7 | 2,4 |
| Großbritannien | 3,4 | -11,0 (-11,5) | 3,0 (4,0) | 1,0 | 0,9 (1,0) | 1,5 | 1,6 | -15,0 (-13,0) | -8,0 (-7,0) | -5,0 | 108,0 | 110,0 | 111,0 | -2,7 | -3,6 | -3,5 |
| Schweiz | 0,8 | -4,5 | 4,0 (5,0) | 1,6 | -0,7 | 0,0 | 0,2 | -4,5 (-5,0) | -2,0 | -0,5 | 47,0 | 45,5 | 45,0 | 7,8 | 8,5 | 9,0 |
| Fortgeschrittene Länder¹⁾ | 57,1 | -5,3 (-5,9) | 3,4 (3,2) | 2,2 | 0,7 (0,8) | 1,3 (1,4) | 1,4 | -13,4 (-14,9) | -8,0 (-7,3) | -4,7 | 132,8 | 137,1 | 135,1 | -0,4 | -0,2 | 0,0 |
| China | 17,1 | 2,0 | 7,5 | 5,5 | 2,8 (3,0) | 1,6 | 2,0 | -12,0 (-11,0) | -11,5 (-9,5) | -11,0 | 62,0 | 66,0 | 71,0 | 1,1 | 0,7 | 1,0 |
| Asien (o. Japan/China) | 10,5 | -5,4 | 5,0 (4,7) | 4,6 | 2,9 (3,2) | 2,7 (3,5) | 3,3 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Indien | 3,4 | -10,5 (-9,5) | 8,0 (7,0) | 6,0 | 6,0 (5,0) | 4,5 | 6,0 | -13,0 (-10,0) | -11,0 (-9,0) | -10,0 | 88,0 | 90,0 | 89,0 | 0,5 | -0,8 | -1,0 |
| Indonesien | 1,3 | -2,5 (-3,0) | 3,0 (4,0) | 5,5 | 2,0 | 3,0 | 4,0 | -6,0 (-5,0) | -5,5 (-4,0) | -4,0 | 38,0 | 41,0 | 43,0 | -1,5 | -1,7 | -2,3 |
| Lateinamerika | 5,4 | -8,3 (-8,1) | 3,9 | 3,0 | 5,0 (4,8) | 5,1 (4,9) | 5,2 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Brasilien | 2,2 | -6,0 | 3,5 | 3,5 | 2,6 | 3,2 (2,5) | 3,2 | -16,8 (-9,5) | -6,5 (-5,5) | -5,6 | 101,4 | 102,8 | 103,5 | 0,3 | 0,0 | -0,1 |
| Mexiko | 1,5 | -10,0 | 4,0 | 2,0 | 3,5 | 3,2 (3,4) | 3,5 | -6,0 | -3,5 (-4,0) | -2,5 | 65,5 | 65,0 | 65,0 | 1,5 | 1,0 | 0,5 |
| Russland | 2,0 | -4,8 (-6,2) | 2,8 | 2,3 | 4,2 | 3,3 (3,8) | 3,5 | -5,3 (-4,5) | -2,6 (-3,5) | -1,0 | 18,9 | 20,3 | 19,1 | 3,2 | 3,4 | 4,4 |
| Mittel- und Osteuropa | 3,1 | -5,0 (-5,1) | 3,5 (3,7) | 3,8 | 7,2 | 6,5 (6,1) | 6,0 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Türkei | 0,9 | -6,0 | 4,0 | 3,5 | 12,0 | 12,0 (11,0) | 10,0 | -8,5 | -8,0 (-7,0) | -8,0 | 41,7 | 45,5 | 47,3 | -4,0 | -3,0 | -3,0 |
| Naher u. Mittlerer Osten | 3,4 | -5,6 (-4,8) | 3,4 (2,3) | 3,4 | 9,0 (6,5) | 9,0 (6,2) | 7,5 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |
| Südafrika | 0,4 | -8,4 (-8,0) | 3,0 (3,5) | 1,5 | 3,3 (2,5) | 3,5 (2,0) | 4,0 | -14,0 (-13,0) | -12,0 | -7,0 | 78,8 | 82,0 | 85,0 | -1,5 | -1,8 | -1,8 |
| Schwellenländer¹⁾ | 42,9 | -2,8 (-2,7) | 5,4 (5,3) | 4,4 | 4,2 (4,1) | 3,5 (3,4) | 3,7 | -10,4 (-3,7) | -8,8 (-3,7) | -7,8 | 61,4 | 64,0 | 66,2 | -0,1 | -0,4 | -0,3 |
| Welt | 100 | -4,2 (-4,5) | 4,3 (4,1) | 3,1 | 2,2 | 2,3 | 2,4 | - | - | - | - | - | - | - | - | - |

Quellen: Eurostat, IWF, BayernLB 1) Enthält auch weitere Länder "-" nicht verfügbar alte Prognosen in Klammern

Prognosen Zins- und Rentenmärkte

Zinsen und Renditen in %, Spreads in Basispunkten¹⁾

| | | Stand am 24.11.2020 | in 3M Feb 2021 | in 6M Mai 2021 | in 12M Nov 2021 |
|--|-----------------|------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Leitzinsen | | | | | |
| Euro-Raum ²⁾ | | -0,50 | -0,50 | -0,50 | -0,50 |
| Großbritannien | | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Schweiz ²⁾ | | -0,75 | -0,75 | -0,75 | -0,75 |
| Polen | | 0,10 | 0,10 | 0,10 | 0,10 |
| Tschechien | | 0,25 | 0,25 | 0,25 | 0,25 |
| USA | | 0,00 - 0,25 | 0,00 - 0,25 | 0,00 - 0,25 | 0,00 - 0,25 |
| Japan ²⁾ | | -0,1 - 0,1 | -0,1 - 0,1 | -0,1 - 0,1 | -0,1 - 0,1 |
| USA/Euro-Raum | | | | | |
| USA | 3M USD-Libor | 0,21 | 0,20 | 0,20 | 0,20 |
| | 2 Jahre | 0,16 | 0,15 | 0,15 | 0,25 |
| | 5 Jahre | 0,40 | 0,40 | 0,50 | 0,60 |
| | 10 Jahre | 0,88 | 0,90 | 1,00 | 1,10 |
| | 30 Jahre | 1,61 | 1,60 | 1,70 | 1,80 |
| Euro-Raum | 3M Euribor | -0,52 | -0,45 | -0,43 | -0,39 |
| | 2 Jahre | -0,74 | -0,70 | -0,60 | -0,50 |
| | 5 Jahre | -0,75 | -0,70 | -0,60 | -0,50 |
| | 10 Jahre | -0,56 | -0,50 | -0,40 | -0,30 |
| | 30 Jahre | -0,15 | -0,10 | 0,00 | 0,20 |
| Swap-Satz (Euro-Raum) | 10 Jahre | -0,23 | -0,20 | -0,10 | 0,00 |
| Rendite Spreads | | | | | |
| Bunds | Steilheit 2-10 | 18 | 20 | 20 | 20 |
| US Treasuries | Steilheit 2-10 | 72 | 75 | 85 | 85 |
| Treasuries . vs. Bunds | Spread 2 Jahre | 90 | 85 | 75 | 75 |
| | Spread 10 Jahre | 144 | 140 | 140 | 140 |
| Ausgewählte Staatsanleihemärkte | | | | | |
| Großbritannien | 3 Monate | 0,05 | 0,10 | 0,10 | 0,15 |
| | 10 Jahre | 0,33 | 0,30 | 0,30 | 0,40 |
| Japan | 3M Libor | -0,10 | -0,10 | -0,10 | -0,10 |
| | 10 Jahre | 0,03 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| Corporate Bonds | | | | | |
| iBoxx € Non-Financials | Ø 6,3 Jahre | 70 | 70 | 70 | 70 |
| iBoxx EUR Banks Sen. Bail-in | Ø 4,8 Jahre | 69 | 80 | 70 | 70 |
| iBoxx EUR Banks Sen. Preferred | Ø 3,5 Jahre | 41 | 50 | 45 | 45 |
| iTraxx Europe Main | 5 Jahre | 49 | 50 | 50 | 50 |
| Covered Bonds | | | | | |
| iBoxx € Covered | Ø 5,1 Jahre | 8 | 7 | 5 | 5 |
| Pfandbriefe (Rendite) | 2 Jahre | -0,56 | -0,48 | -0,38 | -0,33 |
| | 5 Jahre | -0,49 | -0,40 | -0,20 | -0,15 |
| | 10 Jahre | -0,24 | -0,15 | 0,05 | 0,10 |

Quelle: BayernLB 1) Monatsendstände 2) Einlagesatz USA: Treasuries; Euro-Raum: Bundesanleihen

Prognosen Aktien, Devisen und Rohstoffe

| | Stand am 24.11.2020 | in 3M Feb 2021 | in 6M Mai 2021 | in 12M Nov 2021 | |
|-----------------------------------|------------------------|-------------------|-------------------|--------------------|------|
| Aktienindizes¹⁾ | | | | | |
| DAX | 13.292 | 13.300 | 13.600 | 14.000 | |
| EURO STOXX 50 | 3.508 | 3.500 | 3.540 | 3.600 | |
| S&P 500 | 3.635 | 3.620 | 3.680 | 3.750 | |
| Nikkei 225 | 26.166 | 26.200 | 26.500 | 27.000 | |
| Devisen | | | | | |
| Dollar | USD pro EUR | 1,19 | 1,19 | 1,22 | 1,25 |
| Japanischer Yen | JPY pro EUR | 124 | 125 | 127 | 128 |
| | JPY pro USD | 104 | 105 | 104 | 102 |
| Britisches Pfund | GBP pro EUR | 0,89 | 0,90 | 0,90 | 0,89 |
| | USD pro GBP | 1,34 | 1,32 | 1,36 | 1,40 |
| Schweizer Franken | CHF pro EUR | 1,08 | 1,08 | 1,09 | 1,10 |
| | CHF pro USD | 0,91 | 0,91 | 0,89 | 0,88 |
| Rohstoffe | | | | | |
| Rohöl-Brent (Dollar je Fass) | 48 | 40 | 45 | 50 | |
| Gold (Dollar je Feinunze) | 1.808 | 2.000 | 2.100 | 2.200 | |

Quelle: BayernLB 1) Monatsendstände

Ausblick 2021: Wunsch nach Normalität

- 2021 bleibt von der Pandemie geprägt

Das Jahr 2021 wird wohl weniger spektakulär als 2020. Atemberaubende Sprünge in der wirtschaftlichen Entwicklung wird es nicht mehr geben, die Unsicherheit damit allmählich kleiner. 2021 wird dennoch kein „normales“ Jahr werden. Der Dreiklang aus Pandemie, Lockdowns und Stimulierungspaketen wird das Geschehen weiter bestimmen, ergänzt um die Komponente Impfstrategien. Wir gehen davon aus, dass die Wirtschaft nach einem schwachen Winterhalbjahr und einer volatilen ersten Jahreshälfte im zweiten Halbjahr 2021 – mit zunehmenden Impfungen – einen stabileren Erholungskurs einschlägt. Dieser wird aufgrund von Nachholeffekten beim Konsum und der verzögerten Wirkung der Stimulierungspakete bis in das Jahr 2022 überdurchschnittlich dynamisch ausfallen. Mittelfristig belasten aber die negativen Langzeiteffekte der Pandemie wie ausbleibende Investitionen (physisch sowie in Humankapital) und eine deutlich höhere Verschuldung.

Weniger synchrone Entwicklung der Weltwirtschaft

- Regional unterschiedliche Entwicklungen

Im Herbst 2020 läuft die bisherige synchrone Entwicklung der Weltwirtschaft aus. Abhängig vom Erfolg bei der Eindämmung der Pandemie zeigt sich im vierten Quartal ein differenzierteres Bild. Während sich die wirtschaftliche Erholung in Asien (ausgehend von China) fortsetzt, führen die erneuten Lockdown-Maßnahmen in anderen Regionen je nach Ausmaß zu einer Erholungspause oder zu nochmaligen Einbrüchen der Konjunktur. Da wir trotz bemerkenswerter Fortschritte bei der Impfstoffentwicklung vor Mitte 2021 keine flächendeckenden Impfungen erwarten, dürfte sich das Wellenmuster der BIP-Entwicklung mit abnehmenden Ausschlägen fortsetzen. Im Durchschnitt erwarten wir 2021 ein globales BIP-Wachstum von 4,3%. Getrieben von der starken Entwicklung in Asien werden die Schwellenländer mit 5,4% überdurchschnittlich wachsen. Die meisten anderen Schwellenländer, die die Virusausbreitung noch nicht unter Kontrolle haben, können bestenfalls mit den Industrieländern, die im Durchschnitt um 3,4% wachsen, mithalten.

- Inflation bleibt niedrig

Im Zuge der globalen Wirtschaftserholung dürften die Rohstoffpreise anziehen. Diese werden jedoch auch von strukturellen Veränderungen geprägt. So erwarten wir beim Ölpreis, bei dem sich neben den fragilen Förderbeschränkungen der OPEC+ auch der Trend zu CO₂-reduzierenden Technologien bemerkbar macht, zunächst nur eine Seitwärtsbewegung. Buntmetalle sollten dagegen weiter vom beschleunigten Trend der Digitalisierung profitieren. Die Rohstoffpreise werden aber keinen allgemeinen Inflationsschub auslösen. Auch wenn Maßnahmen zur Steigerung der Resilienz von Wertschöpfungsketten und die zunehmende Besteuerung von klimaschädlichen Emissionen zu Preissteigerungen führen, rechnen wir aufgrund der weltweit unterausgelasteten Kapazitäten für 2021 und 2022 mit anhaltend niedriger Inflation. Mittelfristig birgt die überbordende Zentralbankliquidität in Kombination mit hoher Verschuldung jedoch ein substanzielles Inflationsrisiko.

Europa wächst stärker als die USA, Euro-Peripherie kann aber nicht aufholen

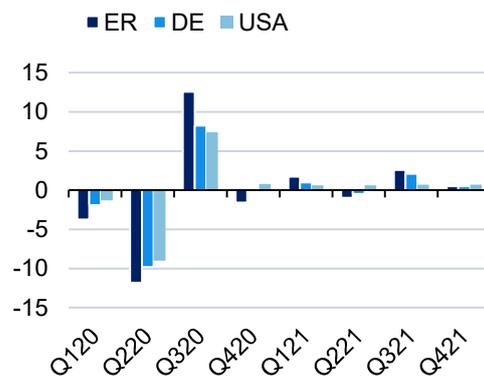
Wir gehen davon aus, dass das BIP-Wachstum im Euro-Raum (3,9%) im kommenden Jahr etwas stärker ausfallen wird als in den USA (3,5%). Die Wirtschaft in Europa dürfte stärker von der Aufhebung der Lockdown-Maßnahmen profitieren. Zudem wird bei ähnlichem geldpolitischen Rückenwind die Rückführung des fiskalischen Stimulus in den USA deutlicher ausfallen. Aufgrund des geringeren initialen Wirtschaftseinbruchs werden die USA beim BIP dennoch rund ein Jahr vor dem Euro-Raum das Vorkrisenniveau erreichen. Dabei gehen wir davon aus, dass die Republikaner nach den Stichwahlen in Georgia die Mehrheit im US-Senat behalten (keine „blaue Welle“). In der Folge rechnen wir nicht mit zusätzlichen Fiskalmaßnahmen, die das bisher von uns unterstellte Volumen von 1 Billion USD

deutlich übertreffen. Unklar bleibt auch, wie die Biden-Administration in der Pandemie-Bekämpfung agiert (möglicher Lockdown im ersten Quartal). In unserem Basis-Szenario gehen wir von einer geordneten Machtübergabe in den USA aus und prognostizieren in Europa keine gravierenden Auswirkungen der Brexit-Verhandlungen.

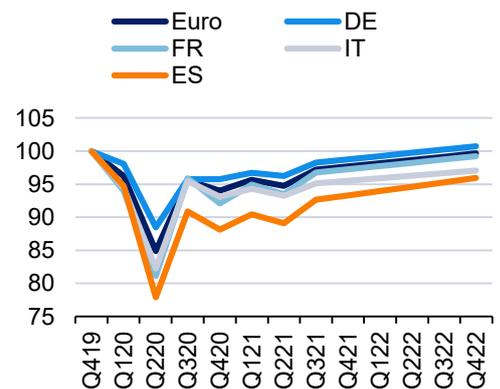
- Peripherie wird 2021 stärker von den Impfstoffen profitieren als Deutschland

Die regionale Entwicklung im Euro-Raum ist ebenfalls erheblich von der Rückführung der Lockdown-Maßnahmen determiniert. So dürfte die Wirtschaft in Deutschland, wo die Einschnitte im Vergleich zu vielen anderen Ländern weniger drastisch ausfielen und die Wertschöpfung weniger stark von personennahen Dienstleistungen bestimmt wird, 2021 nur unterdurchschnittlich (3,1%) wachsen. Im Vergleich zu den Peripherieländern wird Deutschland auch weniger von dem 750 Mrd. Euro schweren EU-Wiederaufbaufonds, der trotz des Vetos von Ungarn und Polen 2021 in Kraft treten sollte, und den zusätzlichen EZB-Programmen profitieren (siehe Sonderkapitel „Geld- und Fiskalpolitik: Grenzenlos?“). Dank des weniger dramatischen Wirtschaftseinbruchs im ersten Halbjahr 2020 wird Deutschland die Krise dennoch früher überwinden und am Ende des zweijährigen Prognosehorizonts das Vorkrisenniveau wieder erreichen.

Wachstum bleibt zunächst unstetig
Reales BIP, zum Vorquartal in %



Alte Niveaus teilweise noch weit entfernt
reales BIP, Q4 2019 = 100



Quelle: Eurostat, BEA, BayernLB Research

Deutschland sieht sich strukturellen Veränderungen ausgesetzt

- China- und Automobilabhängigkeit werden problematisch

Im Vergleich zum Rest des Euro-Raums profitiert Deutschland im Winterhalbjahr 2020/21 von der geringeren Bedeutung der personennahen Dienstleistungen und dem höheren Exportanteil nach Asien (China). Zudem sollten Vorzieheffekte aufgrund der Wiederanhebung der Mehrwertsteuersätze zum 1.1.2021 die deutsche Wirtschaft im Winter per Saldo stärken. Im zweiten Halbjahr 2021 dürften sich die Vorteile aber zugunsten der anderen Euro-Länder verschieben. Mit der Fortsetzung des Konflikts zwischen den USA und China (siehe Sonderkapitel „USA: Konflikt mit China geht weiter“) wird die deutsche Industrie zunehmend unter Druck kommen. Zudem werden die strukturellen Veränderungen (Antrieb, Entertainment, autonomes Fahren) in der wichtigen Automobilindustrie immer offensichtlicher, was zu weiteren Arbeitsplatzverlusten in der Branche führen dürfte.

Im Fall einer Wiedereinführung der (reformierten) Insolvenzregeln bei Überschuldung zum 1.1.2021 ist damit zu rechnen, dass es von aktuell sehr niedrigem Niveau zu einem Anstieg der Insolvenzen um 20 bis 30% kommt. Dabei dürften auch viele Arbeitsplätze verloren gehen. Da dies nur teilweise mit neuen Stellen, vor allem in den Bereichen Umwelttechnik und Digitalisierung, kompensiert werden kann, rechnen wir trotz des BIP-Zuwachses mit einem weiteren Anstieg der Arbeitslosenquote auf durchschnittlich 6,5%

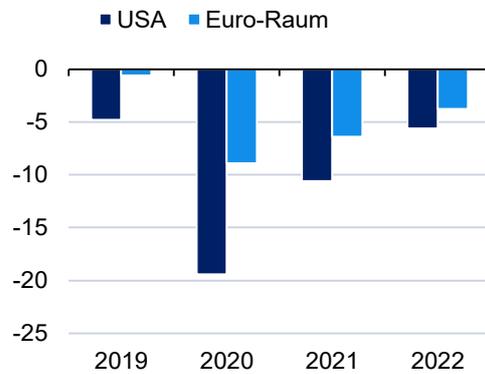
(2020: 6,0%). Mit der Verbesserung der Rahmenbedingungen (Impfstoff) sollte die Kurzarbeit aber deutlich zurückgehen. Dies dürfte zumindest teilweise zu einer Auflösung der 2020 aufgebauten Ersparnisse führen. Trotz eines schwachen Starts sind wir zuversichtlich für den Konsum, der 2021 um mehr als 2% wachsen sollte. Dabei könnte sich die Konsumverschiebung von Dienstleistungen hin zu langlebigen Konsumgütern verstetigen.

Politik will Aufschwung nicht gefährden – Nutznießer Immobilien

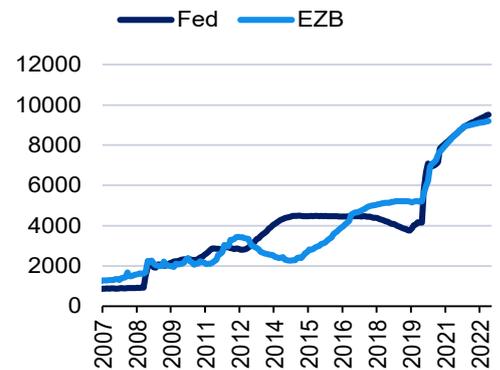
- Politik ist zu weiteren Maßnahmen bereit

Die Reaktionen von Fiskal- und Geldpolitik auf den neuerlichen Lockdown im vierten Quartal zeigen, dass die Politik gewillt bleibt, zu reagieren, um einen erneuten Wirtschaftseinbruch zu verhindern. Dies kann längere staatliche Eingriffe in Marktprozesse bedeuten und beispielsweise einen Anstieg der Insolvenzen noch länger verhindern. Die Reaktion von Haushalten, Unternehmen und Investoren spielt dabei eine wichtige Rolle für die wirtschaftliche Entwicklung. Bereits heute beflügelt die Politik die Finanzmärkte und hat vor allem über die niedrigen Zinsen einen großen Einfluss auf die Immobilienmärkte.

Fiskalpolitik eilt zur Rettung
Budgetsaldo in % am BIP, Prognose ab 2020



Geldpolitik sichert die Finanzierungsbedingungen
Bilanzsummen in Mrd. USD, Prognose ab Nov. 2020



Quelle: Eurostat, CBO, Fed, EZB, BayernLB Research

Immobilien bleiben attraktiv
Preisentwicklung in %

| Preise | 20 | 21 | 22 |
|------------|------|------|-----|
| DE Wohnen | 5,5 | 3,4 | 3,3 |
| DE Gewerbe | 1,0 | -2,5 | 4,1 |
| US Gewerbe | -2,0 | -4,0 | 5,1 |
| UK Gewerbe | -9,0 | -3,5 | 5,4 |

Quelle: BayernLB Research

Neben den unmittelbaren Effekten der Pandemie auf Bautätigkeit, Einkommen und das Nachfrageverhalten der Konsumenten werden sich am Immobilienmarkt auch die langfristigen Auswirkungen der Pandemie widerspiegeln. Diese dürften sich eher positiv auf das Wohn- und Logistiksegment auswirken und negativ für den stationären Einzelhandel und Hotels. Im Vergleich zu unserer Einschätzung vom Sommer dürfte insbesondere das Segment Wohnen in Deutschland noch besser durch die Krise kommen. Deutsche Wohnimmobilien haben ihre Krisenfestigkeit bewiesen und an Attraktivität für institutionelle Investoren und Haushalte gewonnen. Die Aussicht auf langfristig positive Renditen dominiert mögliche Illiquiditätssorgen. Bei den Gewerbeimmobilien rechnen wir jedoch mit einer verzögerten Reaktion auf die Rezession, bevor sich die Preisentwicklung 2022 wiederbeleben sollte. Im Vergleich zu den USA, wo die Preise nach vorher deutlich höheren Bewertungen bereits nachgeben, sollte der deutsche Markt mit einem blauen Auge davonkommen.

- Langfristfolgen der Krisenhilfen dürften zum Thema werden

Vor allem die zweite Jahreshälfte 2021 dürfte von den strukturellen Folgen der Covid-Krise (s. „[Corona und die Folgen: Langfristige Auswirkungen auf Wirtschaft und Branchen](#)“) geprägt werden. Neben sektoralen Verschiebungen und Veränderungen von Produktionsstrukturen stellt sich dann auch die Frage nach der künftigen Rolle von Geld- und Fiskalpolitik. Die in der Krise aufgetürmten Zentralbankbilanzen und Staatsschulden werden die Debatte über die Lastenverteilung zwischen den Generationen neu beleben. Dies birgt im Umfeld der Klimadebatte erheblichen gesellschaftlichen Sprengstoff.

juergen.michels@bayernlb.de

USA: Konflikt mit China geht weiter

Kurz & Klar

- Das angespannte Verhältnis zwischen den Großmächten USA und China wird sich aufgrund der Wahl Bidens zum US-Präsidenten nicht verbessern.
- Während die USA die transatlantischen Beziehungen auffrischen wollen um den Aufstieg Chinas zu bremsen, konzentriert sich das Reich der Mitte auf Binnenwachstum.
- Der Handelskrieg dürfte sich 2021 vollends zu einem Technologie-Krieg entwickeln, bei dem die USA über Sanktionen verstärkt versuchen werden die Entwicklungen entscheidender Schlüsselindustrien Chinas zu blockieren.

- ▶ Neuer Präsident – Themen bleiben gleich

Die USA haben Joe Biden als neuen Präsidenten gewählt. Wer nun eine komplette geopolitische Kehrtwende der USA erwartet, wird enttäuscht werden – die großen Themen und die inhaltlichen Interessen der USA bleiben. Insbesondere wird das Rennen um die Vorherrschaft im Technologie-Segment stärker in den Vordergrund rücken.

China ist und bleibt ganz oben auf der US-Agenda

- ▶ Mehr strategische Elemente als unter Trump zu erwarten

Das mit großem Abstand wichtigste Thema für die USA ist und bleibt der Aufstieg Chinas zur Weltmacht. Fast alle anderen geopolitischen Angelegenheiten (Beziehungen zu Europa, Rolle als „Weltpolizei“) werden sich dem unter- bzw. in die amerikanische China-Strategie einordnen müssen. Dabei ist das Wort „Strategie“ der entscheidende und größte Unterschied zwischen Biden und seinem Vorgänger: Trump war in seinem Handeln zwar grundsätzlich unberechenbar; allerdings konnten sich seine Kontrahenten stets darauf verlassen, dass die operative Ebene äußerst selten verlassen wird. Allein deshalb ist anzunehmen, dass die chinesische Führung vier weiteren Jahren mit Trump nicht abgeneigt gewesen wäre – nun muss sie eine langfristig ausgelegte Eindämmungsstrategie unter Einbeziehung globaler Allianzen und (alter) Partnerschaften der USA befürchten.

Anforderungen an die EU werden unter Biden zunehmen

- ▶ Biden wird transatlantische Zusammenarbeit einfordern

Neben der Stärkung und Zusammenarbeit (Wirtschaft und Militär) der „natürlichen“ Gegenspieler Chinas in der Region (Indien, Japan und Australien) werden die USA insbesondere die Zusammenarbeit mit dem dritten großen Wirtschaftsraum wieder intensivieren: Die EU und die USA müssen an einem Strang ziehen (einheitliche industrielle Normen, Forschung und Entwicklung, Datentransfer, Sicherheit), wenn der Aufstieg Chinas zumindest gebremst werden soll. Zwar wird sich kaum ein Streitthema – hier sind vor allem hohe Exportüberschüsse der EU, zu geringe Militärausgaben und Nordstream 2 zu nennen – in Luft auflösen. Allerdings werden diese Themen künftig wohl wieder im Rahmen eines grundsätzlich freundschaftlichen Verhältnisses beider Wirtschaftsräume besprochen. Dennoch wird Biden noch stärker als sein Vorgänger ein mutiges und erwachsenes Europa einfordern, welches eine konsistente Außen- bzw. Geopolitik verfolgt. Angesichts der Abhängigkeit von russischem Gas in Zeiten militärisch expansiver Außenpolitik Putins und zahlreicher gegenseitiger Investitionsabkommen europäischer Länder mit China, welches sich zeitgleich im Kampf um die globale Vorherrschaft mit den USA befindet, wäre eine stringente geopolitische Strategie der EU ohnehin überfällig. Während es für die Länder der EU relativ leicht war, das äußerst aggressive Vorgehen Trumps allein aufgrund der undiplomatischen Tonlage abzulehnen – und dann vor allem in Bezug auf China die eigenen wirtschaftlichen Interessen in den Vordergrund zu stellen – brechen für die EU-Länder nun Zeiten an, in denen es immer schwieriger wird, mit den USA und China gleichzeitig die wirtschaftlichen Verbindungen auszubauen.

Neuer chinesischer Fünfjahresplan ist Kampfansage an die USA

Das geopolitische Machtspiel ist schon länger nicht mehr eindimensional bzw. rein nach den Vorstellungen und Regeln der USA kontrollierbar. Ganz im Gegenteil: Kein Land geht so strategisch und mit langfristiger Ausrichtung vor wie China. Die großen Ziele – bis 2025 zur High-Tech-Nation aufzusteigen und bis 2049 die weltweit führende Industrienation zu sein – werden mittels aufeinander aufbauender Fünfjahrespläne Stück für Stück vorangetrieben. Im kommenden Frühjahr wird die Kommunistische Partei Chinas den 14. Fünfjahresplan (2021 bis 2025) verabschieden. Dabei wird ein Thema zentral sein: China will seinerseits die (wirtschaftliche) Abhängigkeit insbesondere von den USA reduzieren.

- ▶ China verfolgt stringente Strategie und will unabhängiger von den USA werden

Im Rahmen des Konzepts „Doppelte Wirtschaftskreisläufe“ will China endlich den Binnenkonsum als gleichwertigen Wachstumstreiber neben der Exportwirtschaft etablieren. Das bedeutet vor allem, dass die wirtschaftliche Entwicklung weniger an der Nachfrage aus den USA (und der EU) bzw. etwaigen Handelsstreitigkeiten hängen soll. Für die Steigerung des Binnenkonsums ist ein weiterer, zumindest moderaterer Ausbau der sozialen Sicherungssysteme und eine stärkere Teilhabe unterer Einkommen an der Wertschöpfung unerlässlich. Letzteres würde wohl automatisch zu nachlassender Wettbewerbsfähigkeit im Export führen; fraglich bleibt dann nur, ob das höhere verfügbare Einkommen auch tatsächlich für den Konsum verwendet wird oder wie bisher in weiten Teilen die Spareinlagen erhöht.

Technologische Vormachtstellung wird zum dominanten Thema

- ▶ Vom Handelskrieg zum Technologiekrieg

Ein weiteres Ziel Chinas ist die Reduktion seiner lieferseitigen Abhängigkeiten: In der Chiptechnologie ist China auf Importe – vor allem aus den USA - angewiesen. Im Zuge der Handelsstreitigkeiten hatte die Trump-Administration chinesischen Unternehmen auch den Zugang zu Halbleiter-Produkten erheblich erschwert. Spätestens an dieser Stelle ist der Handelskrieg auch eine Auseinandersetzung um die technologische Vormachtstellung geworden. Dass die USA ausgerechnet die Computerchip-Lieferkette angreifen, ist kein Zufall. US-Firmen haben bei Halbleitern einen Anteil von 47% am Weltmarkt. Etwa 60% der weltweiten Nachfrage entfallen hingegen auf China. Die einheimischen Lieferanten in China können dabei bislang kaum ein Drittel des Bedarfs decken. Der Konflikt zwischen den USA und China bringt zunehmend auch Taiwan in eine schwierige Situation, da der größte Teil der Halbleiter-Fertigung dort vorgenommen wird. Taiwan hat nicht nur in China einen seiner größten Abnehmer, sondern fertigt auch selbst viele Produkte im Reich der Mitte. Kombiniert mit dem Machtanspruch Pekings auf die demokratische Inselrepublik dürften sich die geopolitischen Spannungen mittelfristig nochmals verschärfen. Mit dem weiteren Erschweren des Erwerbs von Halbleitern (und nahestehenden Komponenten) verzögert man Chinas Entwicklung von bedeutenden Schlüsselprojekten in Bereichen wie Robotik, KI-Projekte und Elektrofahrzeuge. China hat erkannt, dass hohe Investitionen in Forschung und Entwicklung unerlässlich sind, wenn es um die Herstellung hochmoderner Halbleiterkomponenten geht. Aus diesem Grund hat das Land bereits 2019 Mittel in Höhe von 29 Mrd. USD in einen Investmentfonds für die einheimische Chipindustrie eingebracht.

- ▶ Huawei steht im Fokus des Technologie-Kriegs

Im Fokus des Technologie-Kriegs, oft als „The Cold Tech War“ bezeichnet, stehen weiterhin auch die restriktiven Maßnahmen gegen Huawei. Das Unternehmen wird von der Trump-Administration bezichtigt, über den 5G-Netzausbau Staaten und Unternehmen ausspionieren zu wollen. Die amerikanische Regierung verschärfte die Sanktionen im August gegen Huawei, um dem chinesischen Konzern den Zugang zu jeglichen Chips aus internationaler Produktion zu verwehren. Von diesem Schritt sind auch Produkte europäischer Halbleiter-Unternehmen betroffen. Damit wird dem Unternehmen nach dem Verbot von Software-Einsatz auf Huawei-Geräten (Android-Verbot) und dem Ausschluss von Huawei 5G-Technologie für den Netzausbau in diversen westlichen Ländern ein weiterer Schlag

verpasst. Langfristig muss sich Huawei neue Lieferketten für wichtige Komponenten (Displays, Chips) aufbauen. Um sich zu wehren, könnte das chinesische Unternehmen ein bisher ungenutztes Mittel wählen, ist es doch im Besitz der meisten aller 5G-Patente, von denen 15% essenziell für den 5G-Einsatz sind. Bisher verzichtete Huawei auf Erhebung von Gebühren, weil im Gegenzug auch Patente von Konkurrenten genutzt wurden, wenn auch in erheblich geringerem Umfang. Die Großzügigkeit könnte sich bei einer weiteren Intensivierung der Auseinandersetzung schnell in Luft auflösen.

► „The Great Tech Wall“ – China forciert Ausbau des eigenen Eco-Systems

Die US-Attacken auf das Reich der Mitte bringen Kosten mit sich. Der flächendeckende 5G-Netzausbau in der westlichen Welt wird nicht nur deutlich teurer werden (für Großbritannien fallen alleine Mehrkosten von ca. 2,2 Mrd. Euro an), sondern wird sich auch spürbar verzögern. US-Unternehmen aus der Halbleiter-Branche werden unter den US-Sanktionen ihre Geschäftsaktivitäten in China erheblich reduzieren müssen. Da China sich ein eigenes Tech-Eco-System aufbauen wird, um die Abhängigkeiten zu reduzieren, sehen sich europäische Unternehmen zunehmend zwischen den Stühlen. Die Unsicherheiten über Lieferketten und Absatzmärkte dürften im Zuge des „Cold Tech War“ zunehmen.

Eine Biden-Administration dürfte zwar eine andere Tonlage anschlagen, allerdings eine ähnliche (und ggfs. zielorientiertere) Agenda wie die Trump-Administration verfolgen. Dadurch besteht die Gefahr, dass langfristig eine neue „Great Tech Wall“ entsteht, entlang derer zwei Eco-Systeme mit rivalisierenden Internetplattformen, Satellitenkommunikationsnetzen, Telekommunikationsinfrastruktur, CPU-Architekturen, Betriebssystemen und Zahlungssysteme existieren. Dies zeichnet sich z.B. mit den Kommunikations-Apps WhatsApp und WeChat bereits ab. Eine Divergenz der Standards könnte die Kosten für F&E, Design und Produktentwicklung signifikant steigen lassen. Dies würde sich dann auch in höheren Preisen widerspiegeln. Der Verlust der Interoperabilität von Geräten in verschiedenen Regionen reduziert dann auch weltweit die Innovationskraft. Sollte sich die Auseinandersetzung zwischen den Protagonisten weiter zuspitzen, bedeutet dies zugleich, dass Europa seine Anstrengungen auf die Erstellung eigener Plattformen (z.B. beim Thema Cloud) intensivieren muss, um nicht reiner Satelliten-Staat zu bleiben.

manuel.schimm@bayernlb.de

miraji.othman@bayernlb.de

Geld- und Fiskalpolitik: Grenzenlos?

Kurz & Klar

- Die COVID-Krise sorgt im Euro-Raum für sehr hohe öffentliche Defizite. Das gilt auch für das Jahr 2021.
- Die EZB kauft erneut mehr als 70% der Bruttoemissionen und 100% der Nettoemissionen der Staaten und stützt so die Preise der Anleihen.
- Auch wenn es häufig bestritten wird: Zinskurvenkontrolle, Green QE und MMT werden zunehmend ökonomische Realität.

2020 war die COVID-Krise das beherrschende Thema in Wirtschaft und Gesellschaft. Haushalte und Unternehmen konnten sich aber auf die Fiskalpolitik verlassen, die mit Hilfskrediten und Transfers die Einkommen stabilisiert hat. Für Investoren in Europa übernahm die EZB diese Rolle mit fast grenzenlosen Liquiditätsmaßnahmen zur Stützung der Asset-Preise. Damit hat sie die fiskalische Stützung vor allem in der Peripherie überhaupt erst ermöglicht. Kurz gesagt: EZB und Fiskalpolitik haben die negativen Auswirkungen von COVID an den Kapitalmärkten überspielt. Während Analysten seit geraumer Zeit über Grenzen und neue und unorthodoxe Ansätze der Geldpolitik und Schlagwörter wie Zinskurvenkontrolle, Green-QE und MMT diskutieren, schafft die EZB zusammen mit den Finanzministerien Fakten. Denn in der Wirkung entsprechen die umgesetzten und womöglich noch kommenden Schritte im Wesentlichen den genannten Ideen. Deshalb sollten Investoren sich auch 2021 darauf einstellen, dass die EZB die Märkte erneut dominieren könnte.

Fiskalpolitik 2021: Mit neuer Munition aus vollen Rohren

- ▶ Hilfsprogramme belasten Haushalte 2020 stark

Der Absturz der Konjunktur und der damit einhergehende Ausfall an Steuereinnahmen haben die öffentlichen Defizite, zusammen mit den umfangreichen Corona-Hilfsprogrammen, stark steigen lassen, im Euro-Raum-Durchschnitt auf vsl. 8,9% gemessen am BIP. Dabei ist die Divergenz sehr groß. Während das Defizit in Deutschland 2020 bei 6,7% liegen dürfte, erwarten wir für Italien (9,7%), Frankreich (10,6%) und Spanien (12%) deutlich stärkere Anstiege. Die Unterschiede resultieren nicht aus einer expansiveren Fiskalpolitik in den Peripherieländern, sondern reflektieren den deutlich höheren Anteil an personennahen Dienstleistungen, die durch Lockdowns besonders betroffen sind, was Konjunktur und öffentliche Finanzen überproportional belastet.

- ▶ EU-Finanzierung steigt 2021

Auch 2021 werden die öffentlichen Haushalte hohe Fehlbeträge aufweisen. Wir erwarten, dass das Defizit im Euro-Raum bei 6,4% gemessen am BIP liegen wird. In Deutschland sollte die Quote auf 5% sinken, in Italien (7,3%), Frankreich (8,1%) und Spanien (8,5%) erneut deutlich höher ausfallen. Für eine leichte Konsolidierung spricht zum einen die verbesserte Konjunktur. Zum anderen dürften die Hilfsprogramme weniger generös ausgestaltet werden. Und schließlich nimmt die EU mit dem Wiederaufbaufonds und dem SURE-Programm zur Finanzierung von Kurzarbeiterprogrammen einen Teil der Rechnung aus den nationalen Büchern. Die hohen Defizite im Folge der COVID-Krise führen zu einer deutlichen Steigerung der Emissionen von Staatsanleihen durch die Euro-Länder. 2020 dürften sich die Bruttoemissionen der nationalen Schuldenagenturen auf rund 1.250 Mrd. Euro belaufen und damit deutlich höher liegen als in den Vorjahren (2019: 885 Mrd. Euro). Nach der Berücksichtigung von Fälligkeiten entspricht dies einem Nettoangebot von rund 500 Mrd. Euro. Der größte absolute Anstieg entfällt auf Deutschland. Das Bruttoangebot von Bundesanleihen wird 2020 bei 226 Mrd. Euro liegen, nach 159 Mrd. Euro im Vorjahr (Nettoangebot 2020: 60 Mrd. Euro). Die größten Angebotsvolumina entfallen aber auf Italien (brutto: ca. 330 Mrd. Euro) und Frankreich (ca. 280 Mrd. Euro).

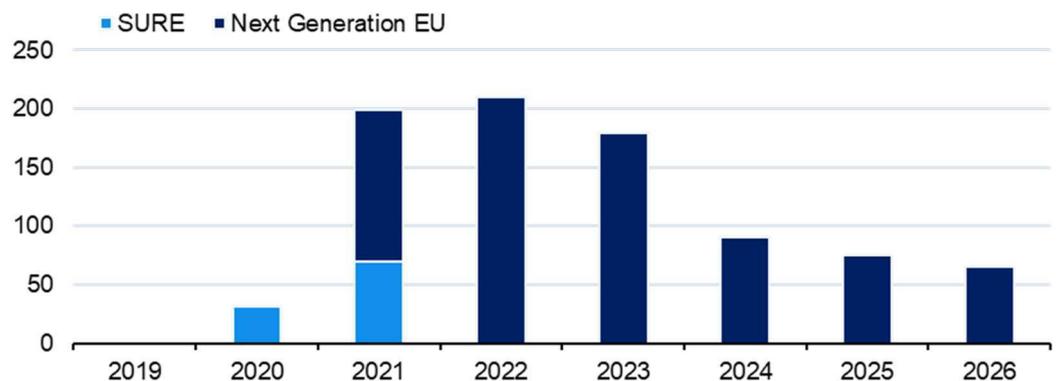
- ▶ Auch 2021 sehr hohes Bruttoemissionsvolumen zu erwarten

Eine Besonderheit im laufenden Jahr ist der deutlich gestiegene Anteil von T-Bills (Geldmarktpapiere) an der Finanzierung der Staatsdefizite, vor allem auch in Deutschland. Über ein Drittel der krisenbedingt zusätzlichen Haushaltsfinanzierung im Euro-Raum wurde durch T-Bills gedeckt, in Deutschland sogar über die Hälfte. Wir nehmen an, dass ein bedeutender Teil der 2021 fällig werdenden Bills nicht prolongiert, sondern durch Bondemissionen abgelöst wird. Dementsprechend wird sich 2021 die Reduzierung der Haushaltsdefizite der Euro-Länder nicht entsprechend in einer Verringerung der Emissionen von Staatsanleihen widerspiegeln. Vielmehr ist 2021 mit einem ähnlich hohem Bruttoemissionsvolumen von Staatsanleihen der Euro-Länder zu rechnen. Auch das Nettoemissionsvolumen 2021 dürfte sich auf dem Niveau des laufenden Jahres bewegen.

- ▶ EU-Anleihen: rund 200 Mrd. Euro p.a.

Zu den nationalen Bondemissionen werden 2021 deutlich erhöhte EU-Emissionsvolumina hinzukommen. Im laufenden Jahr wurden ja bereits zu den vorhandenen EU-Emissionen die ersten beiden Tranchen der SURE-Finanzierung in Höhe von zusammen 31 Mrd. Euro bei sehr hoher Investorennachfrage platziert. 2021 werden weitere Social Bond-Emissionen zur Finanzierung des EU-Kurzarbeiterprogramms in Höhe von 55 bis 70 Mrd. Euro folgen. Hinzu kommen 2021 weitere EU-Emissionen zur Finanzierung des Wiederaufbauprogramms „Next Generation EU“ (NGEU) zur Bewältigung der COVID-Krise. Deren Volumen könnte bei 120 bis 140 Mrd. Euro liegen, unter der Annahme, dass die erste Emission im zweiten Quartal startet. 2021 und 2022 dürften mit jeweils rund 200 Mrd. Euro die größten EU-Anleiheemissionen getätigt werden.

EU-Angebot: Funding des EU-Wiederaufbauprogramms bis 2026
Szenario für zeitliches Profil des EU-Anleiheemissionsvolumens in Mrd. Euro



Quelle: EU-Kommission, BayernLB Research

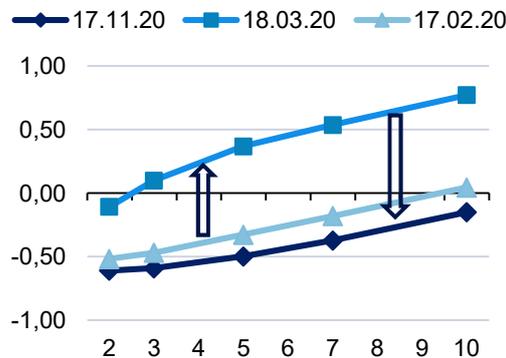
Geldpolitik 2021: Zur vollen Unterstützung bereit

- ▶ Hohe EZB-Käufe halten Finanzierungskosten gering

Trotz des starken Anstiegs des Angebots haben sich die Finanzierungskosten für die öffentliche Hand seit Beginn der Pandemie per Saldo sogar verbessert. Lediglich in den ersten Wochen der Pandemie stiegen Renditen und Risikoprämien, v.a. der Peripherieländer, spürbar an. Das starke Eingreifen der EZB hat ab Mitte März zu einem Rückgang der Zinskurven geführt, die aktuell sogar unter dem Niveau zu Jahresbeginn notieren. Zentraler Faktor für den Erfolg der Liquiditätsmaßnahmen war die Aussage des EZB-Rats, dass die QE-Käufe „flexibel über die Zeit, die Asset-Klassen und die Länder durchgeführt werden“, um die Finanzierungsbedingungen – gemessen an der BIP-gewichteten Euro-Zinskurve – günstig zu halten. Damit kommt das Programm in seiner Wirkung einer Zinskurvenkontrolle recht nahe, ohne den äußerst schwierigen Weg von expliziten Renditezielen für einzelne Länder begehen zu müssen. Ebenso zentral für die Wirkung ist aber ein ausreichendes Volumen des Programms, das dessen Glaubwürdigkeit zementiert.

Zinskurve unter Kontrolle

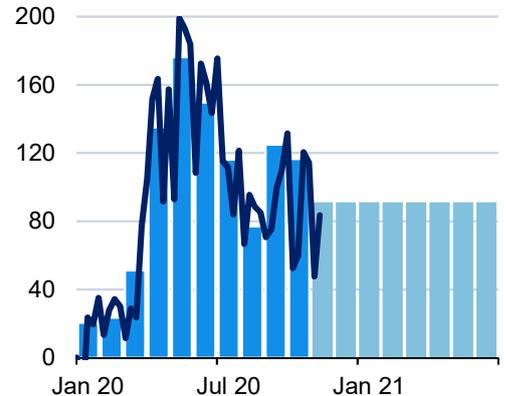
BIP-gewichtete Renditekurve der Euro-Länder, Laufzeit in Jahren, in % p.a.



Quelle: Bloomberg, BayernLB Research

Nur Pulver bis Juni 21, deshalb wird nachgeladen

QE-Käufe über alle Programme in Mrd. Euro, ab November: Projektion bei gleichbleibendem Kauftempo



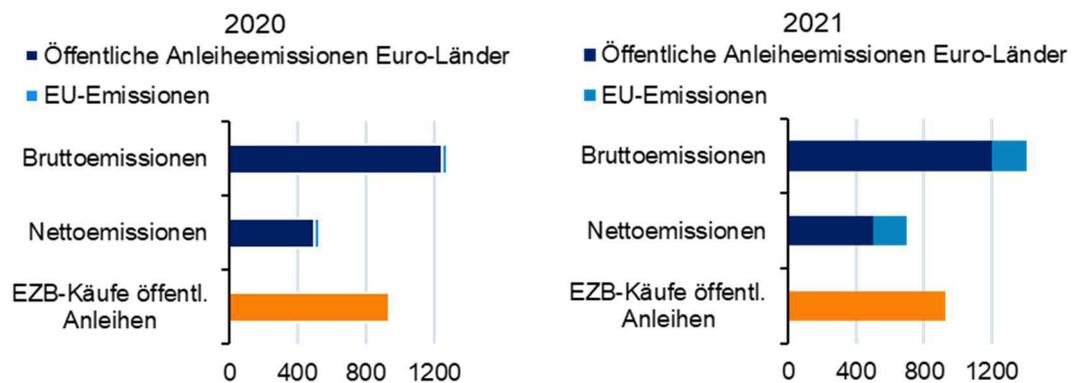
Quelle: EZB, Refinitiv, BayernLB Research

- EZB wird auch 2021 rund 75% der Bruttoemissionen kaufen

Angesichts eines unsicheren Ausblicks auf die konjunkturellen und fiskalischen Herausforderungen dürfte die EZB deshalb den Rahmen und die Laufzeit ihrer Kaufprogramme auf ihrer Dezember-Sitzung nochmals deutlich ausweiten und im Zweifel eher zu vorsichtig agieren. Im Basisszenario nehmen wir eine Volumenanstieg des PEPP-Programms um 250 Mrd. Euro auf 1.600 Mrd. Euro sowie eine Ausweitung bis Ende 2021 an. Beim APP-Programm gehen wir von einer zusätzlichen Tranche von 120 Mrd. Euro für 2021 aus. Da aus dem bestehenden PEPP-Volumen noch viel Feuerkraft übrig ist, würden die QE-Käufe der EZB damit 2021 mit 1.150 Mrd. Euro fast so hoch ausfallen wie 2020 (1.170 Mrd. Euro inkl. APP-Programm). Davon könnten rund 940 Mrd. Euro (2020) bzw. 925 Mrd. Euro (2021) auf öffentliche Anleihen entfallen. Die EZB-Käufe würden 2021 etwa 77% der Bruttoemissionen der Euro-Länder (2020: 75%) entsprechen. Das Volumen der Nettoemissionen wird sogar in beiden Jahren merklich überschritten, selbst wenn man das 2021 deutlich erhöhte Angebot an EU-Anleihen hinzurechnet. Die Euro-Länder müssen sich auch 2021 also kaum Sorgen machen, Abnehmer für ihre Anleihen zu finden. Allerdings müssen Investoren auf der Suche nach Anlagemöglichkeiten in Konkurrenz zur EZB treten.

Anleiheangebot: EZB steht als Käufer bereit

Staatsanleiheemissionen Euro-Länder und EU sowie EZB-QE-Staatsanleihekäufe



Quelle: Schuldenagenturen, Bloomberg, BayernLB Research

Strategieüberprüfung: Expansive Ausrichtung nicht in Gefahr

Neben konkreten Lockerungsschritten steht 2021 auch im Zeichen der Strategiedebatte der EZB. Dies dürfte aber nichts daran ändern, dass die Notenbank in den kommenden Jahren dominanter Spieler am Markt bleibt. Grundsätzlich ginge davon nur eine Gefahr aus, wenn entweder Inflationsmaß oder Inflationsziel so abgeändert würden, dass eine vorzeitige Rücknahme des geldpolitischen Impulses folgt. Aus unserer Sicht stehen aber keine disruptiven Änderungen an, die die künftige geldpolitische Ausrichtung stark verändern würden. Es lohnt aber ein Blick auf mögliche graduelle Anpassungen und deren Wirkungen. Dabei stehen Inflationsmaß, Inflationsziel und der Instrumentenkasten im Fokus.

► Inflationsmaß auf dem Prüfstand

Die EZB definiert die HVPI-Gesamtrate inkl. aller volatilen Komponenten bislang als zentrales Inflationsmaß. Eine Änderung ist möglich, würde aber wohl auch eine Änderung des Inflationsziels nach sich ziehen, sofern sich das neue Inflationsmaß in der Höhe strukturell vom bisherigen Maß unterscheidet.

► Kernrate keine sinnvolle Alternative

Obwohl das Inflationsziel bislang immer bezogen auf die Gesamtrate definiert wurde, schaut die EZB aber de facto bereits heute auf eine Vielzahl unterliegender Inflationsmaße (bspw. Kernraten). Der Grund ist einfach: Die volatilen Preise für Energie und Nahrungsmittel sind nur äußerst schwierig mit einem Prognosehorizont von zwei bis drei Jahren vorherzusagen und stark von Faktoren bestimmt, die nicht von der Geldpolitik beeinflusst werden können. Die Kernrate aber als alleiniges Inflationsziel zu definieren, ist auch keine perfekte Lösung, da die Preisentwicklung der volatilen Komponenten auch den tatsächlichen Verbrauch der Konsumenten betrifft. Ausgaben für Energie und Nahrungsmittel machen fast ein Fünftel der Ausgaben der Haushalte aus.

► Finden Preise für Wohneigentum Berücksichtigung?

Aus demselben Grund wäre eine Berücksichtigung der Preise für selbstgenutztes Wohneigentum sinnvoll, da diese für die Besitzer von Wohneigentum ebenfalls tatsächliche Kosten darstellen. Auch Jens Weidmann, grundsätzlich kein Advokat einer grundlegenden Änderung der EZB-Ziele, hatte zuletzt die Berücksichtigung dieser Preise angesprochen und damit die Einschätzungen von EZB-Chefvolkswirt Lane bestätigt. Neu ist diese Thematik nicht. Im deutschen Verbraucherpreisindex werden die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum bereits berücksichtigt, allerdings lediglich auf Basis der geschätzten Preisentwicklung der Nettokaltmieten. Auch ist ihr anteiliges Gewicht aufgrund der niedrigen Eigentümerquote in Deutschland gering. Auf europäischer Ebene ist eine Aufnahme in den Preisindex bisher an der Datenqualität gescheitert. Im Status quo sind die Immobilienpreise nur mit starker Verzögerung verfügbar. Daher müsste ihre Berechnung grundlegend verändert werden, um die Inflationsrate inklusive Immobilienpreisen nicht starken Revisionen auszusetzen. Wir erwarten daher weder, dass Eurostat in absehbarer Zeit selbst genutztes Wohneigentum im HVPI integriert, noch, dass die EZB im Alleingang ein neues Zielmaß definiert. Die Preise für selbstgenutztes Wohneigentum könnten allerdings von der EZB ergänzend zur HVPI zur Abschätzung der Preistrends zu Rate gezogen werden.

► Inflationsziel dürfte nur marginal verändert werden

Bei Höhe und Art des Inflationsziels setzen die Einführung eines durchschnittlichen Ziels durch die Fed die EZB unter Druck. Denn anders als in den USA haben sich die Inflationserwartungen in Europa zuletzt nicht nach oben bewegt. Eine Änderung des Ziels hätte potenziell zwei Dimensionen: Die tatsächliche Höhe und deren Ausgestaltung, bspw. als Punktziel, als Band oder im Durchschnitt über die Zeit.

► Zentraler Punkt dürfte bei 2% liegen

Es spricht zunächst vieles dafür, dass der zentrale Zielpunkt nicht verschoben, jedoch klarer bei 2% definiert wird. Eine Erhöhung des Zielwerts nach Jahren des Unterschreitens scheint nicht glaubhaft. Eine Absenkung des Ziels halten wir für ebenso wenig wahrschein-

lich, da dies de facto eine Kapitulation der EZB wäre und die Glaubwürdigkeit der Notenbank substantiell beschädigen könnte. Vor allem aber könnten die Inflationserwartungen weiter sinken.

► Zentraler Wert als wahrscheinlichstes Konzept

Es sind aber auch mit einem zentralen Zielwert von 2% verschiedene Regime möglich. Die Definition eines zentralen Wertes halten wir für das wahrscheinlichste Szenario. Aber auch ein Toleranzband bzw. ein Intervall um diesen Wert ist denkbar. Ein durchschnittliches Preisziel (à la Fed) ist leichter vorstellbar, in der Hoffnung die Inflationserwartungen zu beleben. Hierbei würde eine Zeit der Inflation unterhalb des Ziels durch eine Phase in der Zukunft ausgeglichen, in der die Inflation oberhalb des Ziel toleriert würde. Problematisch ist die bei niedriger Inflation grundsätzlich charmante Idee aber in die andere Richtung: Würde die EZB die Inflation nach einer Phase oberhalb des Ziels dann tatsächlich für eine Zeit unter das Ziel drücken, um den Durchschnitt zu erreichen? Wohl kaum. Ähnlich wie die Fed dürfte auch die EZB die Referenzperiode und die Ausprägung der möglichen Abweichungen sehr schwammig definieren. Die Unterschiede zur bisherigen EZB-Geldpolitik würden daher wohl begrenzt ausfallen. Es wäre vor allem als verbales Signal in der derzeitigen Niedriginflationsphase anzusehen, wenn die EZB tatsächlich ein Überschießen der Inflation bis zu einem gewissen Grad tolerieren würde.

Neben der Diskussion über Maß und Ziel der Inflationsentwicklung entscheidet die EZB im Rahmen der Strategiediskussion auch über eine Anpassung ihrer geldpolitischen Instrumente. Zwei Fragen werden dabei häufig aufgeworfen:

- (1) Wird die EZB mittelfristig eine explizite Zinskurvenkontrolle einführen?
- (2) Wird die EZB ESG-konforme Investitionen explizit fördern?

► Explizite Zinskurvenkontrolle scheitert an Komplexität

Die Einführung einer expliziten Zinskurvenkontrolle halten wir für wenig wahrscheinlich. Wichtigstes Argument ist hierbei die Vielzahl an Zinskurven in der Währungsunion, für die die EZB prinzipiell Zielwerte definieren müsste, selbst im Falle, dass die künftig wohl in höherem Maße emittierten EU-Anleihen als Basiszinskurve definiert werden. Wie oben gezeigt, kommt die aktuelle Geldpolitik dieser Art von Steuerung ohnehin sehr nahe, ohne die Ziele explizit und numerisch zu machen.

► Grüne Geldpolitik ist argumentativ dünnes Eis

Unserer Ansicht nach hat die Absicht, nachhaltige Investitionen zu fördern, zunächst einmal nichts in der klassischen Zieldefinition einer Notenbank zu suchen. Es verwischt die Grenzen zur Politik noch weiter und birgt die Gefahr, dass die EZB wieder einmal der einzige handlungsfähige Akteur ist, während sich die anderen (eigentlich verantwortlichen) Akteure ausruhen. Diese Argumente dürften die EZB aber nicht davon abhalten, die ESG-Kriterien stärker in ihre Geldpolitik einfließen zu lassen. Rechtlich könnte man dies mit Artikel 127 des EU-Vertrags rechtfertigen, in dem es neben der Verpflichtung zur Preisstabilität heißt: „Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das europäische System von Zentralbanken die allgemeine Wirtschaftspolitik der Union, ...“. Dass die EU ESG-Ziele verfolgt, ist dabei wenig strittig. Es geht eher um die Auswahl der Instrumente. Bundesbankpräsident Weidmann gab bereits an, dass ein bevorzugter Ankauf grüner Anleihen mit dem Ziel, dem Klimawandel entgegenzutreten (Green QE), das Mandat der EZB überschreiten würde. Der Klimawandel sei ein struktureller Prozess, während das QE-Programm eine Sondersituation im Wirtschaftszyklus und kurzfristiger Natur sei. EZB-Chefin Lagarde meint dagegen, dass die EZB mit ihren Investments die Klimapolitik aktiv fördern muss. Es liegt auf der Hand, dass die EZB das Risiko im Finanzsystem und im eigenen Portfolio im Blick haben muss. Hierbei sind physische Risiken des Klimawandels (Naturkatastrophen etc.) und Transitionsrisiken von Unternehmen im Prozess zu einem nachhaltigeren Geschäftsmodell zu berücksichtigen. Dies dürfte eine ge-

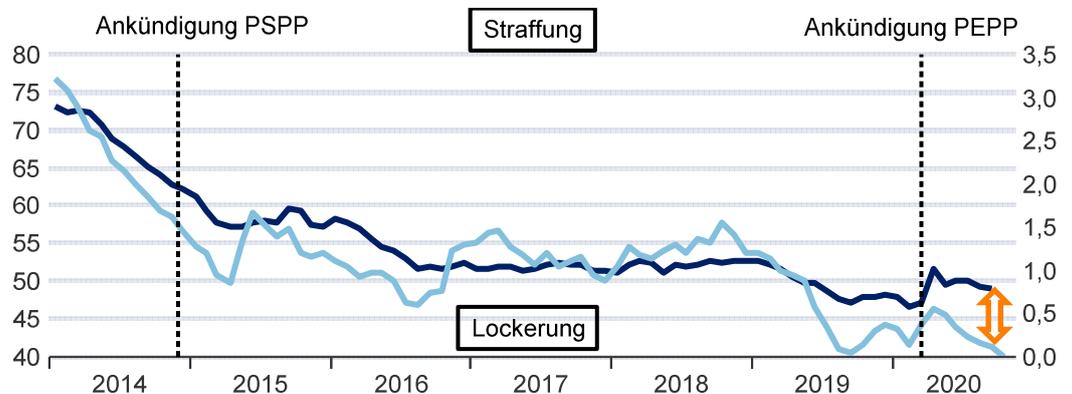
meinsame Basis sein, auf die man sich im EZB-Rat einigen kann, und könnte beispielsweise die Bevorzugung von grünen Assets als Sicherheiten bei der EZB rechtfertigen. Die Bevorzugung von grünen Anleihen in den Kaufprogrammen dürfte dagegen ohne regulatorische Grundlage kaum beschlossen werden, auch da nach Weidmann die Marktneutralität gewahrt werden muss und es der EZB nicht zustehe, einzelne Branchen zu fördern oder zu sanktionieren.

Fazit: EZB dominiert den Markt auch 2021, neue Impulse möglich

Die EZB wird den Kapitalmarkt in Europa auch 2021 dominieren, selbst wenn neue Weichenstellungen ausbleiben dürften. Die Gegenüberstellung von erwartetem Angebot- und EZB-Nachfrage zeigt, dass v.a. öffentliche Anleihen trotz der enormen Emissionsvolumina knapp sind. Dies spricht, zusammen mit der Etablierung eines Marktes für EU-Anleihen, für eine weitere Einengung der Risikoprämien im Euro-Raum und anhaltend niedrige Benchmark-Renditen. Diese Entwicklung wirft die Frage auf, ob sich die Rollen von Fiskal- und Geldpolitik nicht auch in Europa bereits deutlich verschoben haben (s. Abbildung unten). In der Phase nach Ankündigung des PSPP Ende 2014 haben sich die Finanzierungsbedingungen im öffentlichen und im privaten Sektor deutlich verbessert und positiv auf Konjunktur und Inflation gewirkt. Dies entspricht der Definition einer klassischen Transmission eines monetären Impulses, Geldpolitik im traditionellen Sinne. Während die öffentlichen Haushalte in dieser Zeit einen Konsolidierungskurs eingeschlagen haben, sah sich die Geldpolitik gezwungen, Inflation und Konjunktur durch expansive Maßnahmen wieder auf Normalniveau zu bringen. Seit Beginn der COVID-Krise zeigt sich ein völlig anderes Bild. Die enormen Stützungsmaßnahmen der EZB haben die staatlichen Finanzierungskosten nochmals deutlich gesenkt und die umfangreichen fiskalischen Hilfsprogramme erst ermöglicht. Ein direkter monetärer Impuls auf die Privatwirtschaft war damit aber kaum noch verbunden. Vielmehr fungiert die Geldpolitik zunehmend als Finanzier der Fiskalpolitik, die ihrerseits weit in den Privatsektor hineinwirkt. Die Geldpolitik sitzt bei der Konjunkturstabilisierung also nicht mehr am Steuer, sondern im Maschinenraum. Hintergrund dürfte die Erkenntnis sein, dass eine geldpolitische Lockerung angesichts der bereits extrem günstigen Finanzierungsbedingungen und der sehr hohen Liquiditätsversorgung nur noch geringe Effekte auf Konjunktur und Inflation hat. Damit kommt die aktuelle Gestaltung von Geld- und Fiskalpolitik den Ideen der Neuen Geldtheorie (MMT) zumindest empirisch sehr nahe. Im Euro-Raum wird damit die Grenze zur verbotenen monetären Staatsfinanzierung zunehmend aufgeweicht.

Wenn vor allem der öffentliche Sektor profitiert: Noch Geldpolitik oder schon MMT?

Index zu monetären Konditionen der Privatwirtschaft (dunkelblau, IS) und volumengewichtete Rendite auf 10J Staatsanleihen der Euro-Länder in Prozent p.a. (hellblau, rS)



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

manfred.bucher@bayernlb.de, stefan.kipar@bayernlb.de, johannes.mayr@bayernlb.de

Bringt der Bitcoin-Bulle die EZB unter Zugzwang?

Kurz & Klar

- Der nächste Bitcoin-Bullenmarkt ist in den ersten Zügen. In diesem Halving-Zyklus stehen vor allem Corporate Treasurer im Fokus.
- Zur vollen Entfaltung dürfte der Bullenmarkt im Laufe von 2021 kommen. Dies wird den Druck auf die EZB, einen digitalen Euro einzuführen, erheblich erhöhen.

► Bitcoin schwimmt gegen den geldpolitischen Strom

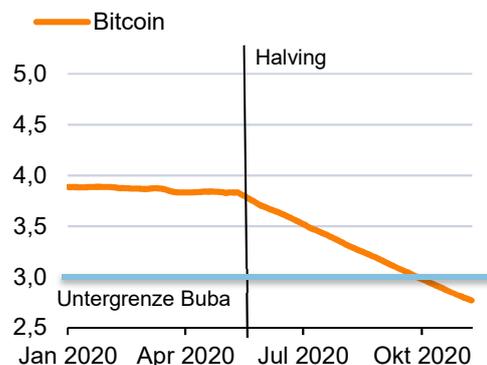
Während die Notenbanken ihre Bilanzen im Zuge der Covid-Pandemie in unvorstellbare Höhen katapultiert haben, passte sich die Geldpolitik bei Bitcoin erneut wie vorprogrammiert an – und zwar in eine restriktivere (!) Richtung. Wie im November 2012 und im Juli 2016 halbierte sich im Mai 2020 die Menge an Bitcoins, die alle zehn Minuten ausgegeben werden („Halving“). Wie ist es möglich, dass Bitcoin derart gegen den geldpolitischen Strom schwimmen kann? Aufschluss gibt die Funktionsweise der Geldpolitik bei Bitcoin.

Die Geldpolitik von Bitcoin wird im Kern in einer Zeile des zugrundeliegenden Codes beschrieben: $Bitcoinausgabe\ pro\ Block = 50 / (2^{Anzahl\ Halvings})$ – also eine recht simple geldpolitische Regel. Mit jedem Halving, das nach 210.000 Blöcken oder ca. vier Jahren eintritt, verringert sich die Menge neuer Bitcoins. Dieser Teil des Codes wurde ganz zu Beginn der Bitcoin-Geschichte (Januar 2009) von einer kleinen Gruppe auf dem Reißbrett festgelegt und seither nicht verändert. Aufgrund des stark gestiegenen Netzwerks an „Ratsmitgliedern“ (Betreiber von sog. Full Nodes, die die Bitcoin Software rund um die Uhr laufen lassen) in Verbindung mit einem starken sozialen Konsens und ökonomischen Anreizen ist mittlerweile nur noch eine Fortführung der anfangs konzipierten Geldpolitik möglich. Um das zu verstehen, muss man sich nur fragen, welche Entscheidung die EZB auf ihren regelmäßigen Sitzungen treffen würde, wenn der Rat aus 10.000 Mitgliedern bestünde.

► Bitcoin: Die Realisierung von Milton Friedmans Traum

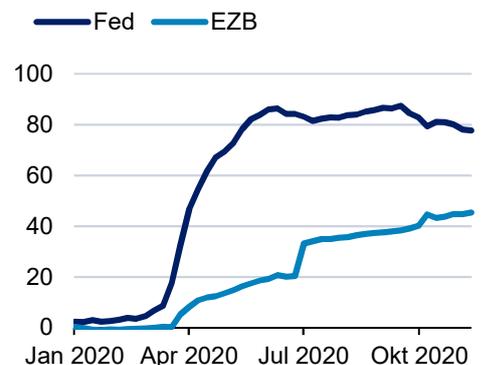
Bitcoins Geldpolitik ähnelt damit stark dem Ideal von Milton Friedmans regelbasierter Geldpolitik, die er am liebsten in die Hände eines Computers gelegt hätte. Mit dem nun dritten Halving ist der Betrag an neuen Bitcoins, der pro Block (alle zehn Minuten) in Umlauf gebracht wird, auf 6,25 gesunken ($50/2^3$). Damit ist Bitcoins Stock-to-Flow-Verhältnis – als Gradmesser für die Härte, der den Bestand ins Verhältnis zu neu emittierten Einheiten eines Assets setzt – erstmalig über 50 und damit in die Nähe von Gold gesprungen (für Details siehe unsere Megatrend-Studie [„Läuft Bitcoin Gold den Rang ab?“](#)).

Bitcoin unterschreitet altes Bundesbankziel
Veränderung der Bitcoin-Menge zum Vorjahr, in %



Quelle: Coinmetrics, BayernLB Research

Bilanzen explodieren
Veränderung der Fed- und EZB-Bilanz zum Vorjahr, in %



Quelle: Refinitiv, BayernLB Research

Ein Vergleich der Geldmengenausweitungen von Fed und EZB illustriert die drastische Divergenz zwischen Bitcoin und den traditionellen Währungen in diesem Jahr. Während die Geldmengenausweitung bei Bitcoin in Richtung 2,5% nach unten tendiert, explodierte die Jahresrate der Veränderung der Fed-Bilanz geradezu und schoss über 80%. Die EZB-Bilanz weitete sich ebenfalls massiv, um über 40%, aus. Zum Vergleich: Vor der EZB hatte die Deutsche Bundesbank noch eine eigene Geldpolitik betrieben und am Ende ein Geldmengenziel (M3) mit einem Zielkorridor von 3-6% verfolgt. Auch die EZB hatte zu Beginn als zweiten geldpolitischen Pfeiler ein Geldmengenziel von 4,5% ausgegeben. Mit dem Abgang der Bundesbank-Veteranen Stark und Issing wurde dieses aber fallen gelassen.

Digitale Produktionskürzungen

- ▶ Corporate Treasurer in diesem Halving-Zyklus im Fokus

Die Effekte der Halvings auf den Bitcoin-Preis (streng genommen auf den Wechselkurs zu Dollar und anderen Fiat-Währungen) sind vielschichtig. Allen zugrunde liegt, dass die Angebotsverknappung ab einem bestimmten Zeitpunkt einen merklichen Preiseffekt hat, der wiederum als eine Art Aufmerksamkeitsschock eine zusätzliche „Adoptionswelle“ auslöst. Im Grunde ist dies vergleichbar mit dauerhaften Produktionskürzungen durch eine Art Gold-OPEC, welche über den initialen Preisausschlag eine ganze Schar neuer Investoren auf den Plan rufen, die nun von dem immer knapper werdenden Gut Gold erfahren oder sich erstmals näher damit beschäftigen.

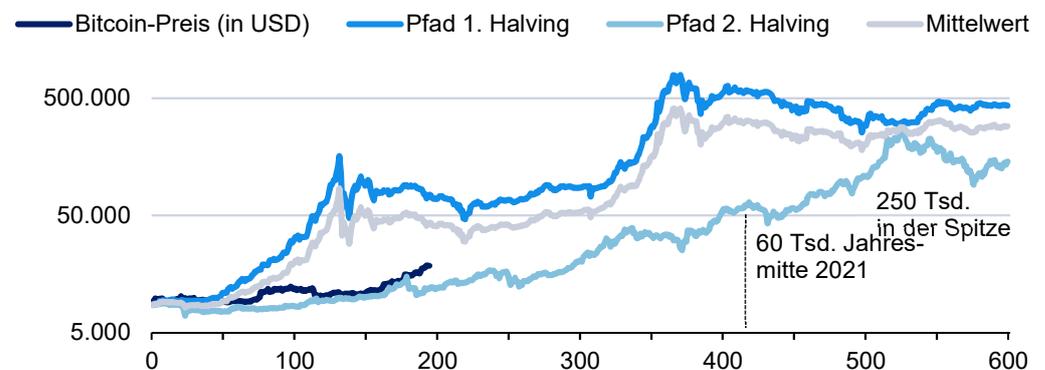
Im Zentrum stehen im jetzigen Zyklus Corporate Treasurer, nachdem gleich zwei bekannte Tech-Namen – MicroStrategy und Square – Bitcoins für ihre Finanzanlagen gekauft haben. Während Square recht behutsam vorging, wandelte MicroStrategy fast seinen kompletten Cashbestand von 500 Mio. USD in Bitcoins (425 Mio. USD oder 38.250 BTC) um. CEO Michael Saylor teilt seitdem seine Erfahrungen auch mit Vorstandsgremien anderer Unternehmen. Diese Rolle – auch mit Blick auf die operative Umsetzung (z.B. Beschaffung und Verwahrung der Bitcoins) – kann den Weg zu Bitcoin für andere Corporate Treasurer erleichtern.

- ▶ US-Wahlen verhalten zum Durchbruch

Mit den chaotischen US-Wahlen, aus denen vor allem Bitcoin als Sieger hervorging – gelang dem digitalen Gold der Ausbruch über die kritische Marke von 14.000 USD. Seitdem bewegt sich der Preis fast nur noch in 1.000er-Schritten nach oben, der nächste große Widerstand ist die Marke von 20.000 USD. Alles deutet also darauf hin, dass der nächste Bullenmarkt bei Bitcoin angefangen hat. Natürlich weiß niemand, wie sich der Zyklus dieses Mal genau abspielen wird. Wenn man die beiden vorangegangenen Halving-Dynamiken unterstellt, ergibt sich ein geradezu schwindelerregendes Bild:

Vergangene Halving-Zyklen sprechen für extreme Preisbewegungen 2021

Logarithmische y-Achse, x-Achse: Tage seit Halving



Quelle: BayernLB Research, Coinmetrics

Selbst wenn man den konservativeren Verlauf des zweiten Halvings unterstellt, und aktuell liegt man sogar eher über diesem, könnte in diesem Szenario der Preis Mitte 2021 bei 60.000 USD liegen und in der Spitze auf astronomisch anmutende 250.000 USD steigen.

EZB unter Zugzwang

- ▶ Bitcoin-Bullenmarkt könnte Euro-CBDC-Einführung erheblich beschleunigen

In diesem Umfeld drängt sich vor allem eine Frage auf: Wie würde die EZB auf eine derartige Popularität der geldpolitischen Automatisierungs-Software mit dem Namen Bitcoin reagieren? Dabei muss man wissen, dass die EZB unter Lagarde das Thema Central Bank Digital Currency (CBDC) stark nach vorne getrieben hat und jüngst eine Konsultationsphase zu einem digitalen Euro begonnen hat. Unter einer CBDC wird dabei digitales Zentralbankgeld verstanden, das auch Haushalten und Unternehmen zur Verfügung steht. Bislang ist diesen nur das Giralgeld des Bankenwesens in digitaler Form zugänglich und als Zentralbankgeld nur das analoge Bargeld. Lediglich Banken halten aktuell digitales Zentralbankgeld in Form von Reserven bei der Notenbank (für mehr Details zu CBDCs siehe unsere Megatrend-Studie [„Digitale Zentralbankwährungen: Kommt der Krypto-Euro?“](#)). Die Motive der EZB hinter einer CBDC-Einführung sind wie bei anderen Notenbanken vielschichtig. Diese reichen von der Bereitstellung von “Programmable Money”, das im Bereich IoT verwendet werden kann, über die Verbesserung der Effizienz bei grenzüberschreitenden Zahlungen (was eine Vereinbarkeit der jeweiligen CBDCs voraussetzen würde), bis hin zu geldpolitischen und Überlegungen zur Finanzstabilität (Überwindung der effektiven Nullzinsgrenze und Reduzierung der Dominanz von Giralgeld).

Gesetzt den Fall, der Bitcoin-Bullenmarkt entwickelt sich sowohl vom Timing als auch vom Umfang her ähnlich wie in der Vergangenheit, wäre die EZB im nächsten Jahr unter erheblichem Zugzwang, ein Konkurrenzprodukt in Form einer CBDC zu liefern. Dabei ginge es aber mehr darum, eine ähnliche Infrastruktur und Benutzeroberfläche (Wallets etc.) bereitzustellen, als eine ähnlich „harte Währung“ wie Bitcoin zu liefern und sich von der ultraexpansiven Geldpolitik zu verabschieden. Mitte 2021 möchte die EZB entscheiden, ob sie den Weg eines digitalen Euros gehen wird. Nach ihren jüngsten Aussagen rechnet Präsidentin Lagarde mit einer Einführung einer Euro-CBDC in den nächsten zwei bis vier Jahren. Falls sich Bitcoin entwickeln würde wie oben skizziert, dürfte die EZB versuchen, trotz massiver Investitionen in die digitale Infrastruktur dies zum frühestmöglichen Zeitpunkt zu realisieren. Dies müsste aller Voraussicht nach von gesetzlichen Anpassungen auf EU-Ebene begleitet werden. Dazu scheint die EU-Kommission bereit zu sein und auch die portugiesische EU-Ratspräsidentschaft möchte das Thema, das auch von Deutschland unterstützt wird, im ersten Halbjahr 2021 vorantreiben. Eine Bitcoin-Ralley könnte die Einführung eines digitalen Euro erheblich beschleunigen.

manuel.andersch@bayernlb.de

Nachhaltige Anleihen: Grüne Evolution

Kurz & Klar

- 2021 treten eine Reihe neuer Regeln und Verordnungen, die Standards setzen und grüne Investment erleichtern sollen, in Kraft oder werden veröffentlicht.
- Besonders die Weiterentwicklung und Finalisierung der EU-Taxonomie wird grünen Finanzprodukten einen Schub geben.
- Große Investitionsprogramme in nachhaltige Projekte legen den Grundstein für ein neues Rekordjahr an den Green Bond-Märkten.

► SRI-Märkte zeigen sich robust

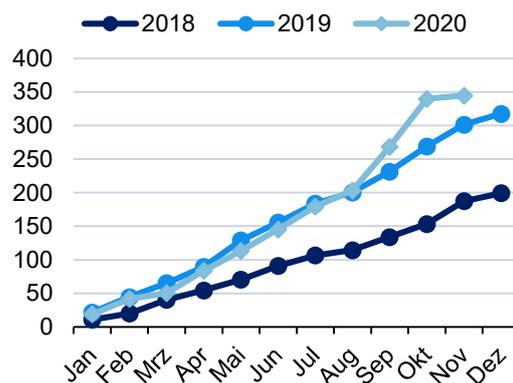
In der Corona-Krise hat sich gezeigt, dass der Markt für nachhaltige Anleihen, oft als Socially Responsible Investments (SRI) bezeichnet, sich auch in einer Krise behaupten kann. Zwar blieben die Green Bond-Emissionen im bisherigen Jahresverlauf mit 198 Mrd. USD etwas hinter dem Vorjahr zurück. Allerdings verbuchten Social- und Sustainability-Anleihen neue Emissions-Rekorde.

► EU-Taxonomie als wichtiger Meilenstein

Auch regulatorisch und politisch brachte 2020 einige Neuerungen für die Asset-Klasse. Die wichtigsten dürften die Veröffentlichung des Abschlussberichts der Technischen Expertengruppe (TEG) der Europäischen Kommission (EK) über die EU-Taxonomie für nachhaltige Aktivitäten sowie die Verabschiedung der EU-Taxonomie im Europäischen Parlament gewesen sein. Diese ist damit im Juni in Kraft getreten. Zusammen mit den ebenfalls veröffentlichten Green Bond-Standards existiert nun ein umfassendes Regelwerk für die Identifikation und Vermarktung von „nachhaltigen Finanzinstrumenten“ inklusive verbindlichen, quantitativen Richtwerten für die Identifikation nachhaltiger Unternehmungen. Damit steht der Taxonomie-Anwendung nichts mehr im Weg.

Trotz Corona-Krise starkes Jahr für ESG-Anleihen

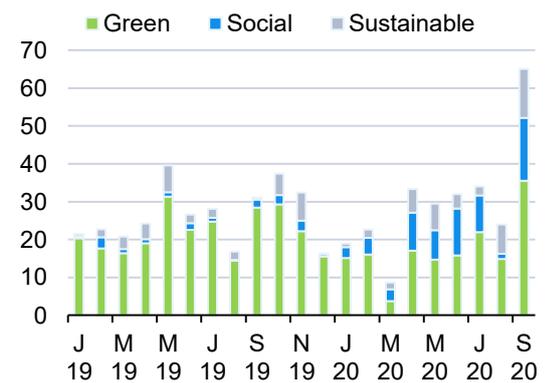
Neuemissionsvolumen von SRI-Anleihen (Green/Social/Sustainable) in Mrd. USD.



Quelle: BayernLB Research

Green Bonds wurden teilweise von Social Bonds mit Covid-19-Bezug überholt

Neuemissionsvolumen in Mrd. USD



Quelle: BayernLB Research

2021 wird der Gesetzesrahmen eine neue Evolutionsstufe erreichen

► Neuerungen dürften Marktreaktionen hervorrufen

Auch 2021 werden regulatorische und politische Initiativen das Emissionsgeschehen beeinflussen. Einige Gesetze treten bereits zum Ende dieses Jahres in Kraft. Weitere Gesetze zur Ausgestaltung des regulatorischen Rahmenwerks dürften 2021 auf den Weg gebracht werden. Auch diese werden schon nächstes Jahr zu Marktreaktionen führen, da sich die Teilnehmer auf die neuen Regeln vorbereiten.

- ▶ Grenzwerte für EU-Taxonomie erwartet

Eine der spannendsten Neuerungen auf EU-Ebene sind die endgültigen technischen Auswahlkriterien für die EU-Taxonomie. Diese legen fest, ob eine Unternehmung im Sinne der EU-Taxonomie nachhaltig ist oder nicht. Nachdem die Taxonomie-Verordnung selbst am 12. Juli 2020 in Kraft getreten ist, dürften diese wichtigen Details im Verlauf des nächsten Jahres veröffentlicht werden. Sie werden über delegierte Rechtsakte festgelegt, die die EK erlässt. Faktisch dürfte allerdings das vor kurzem geschaffene Gremium „Platform for Sustainable Finance“ die Grenzwerte vorschlagen. Diese werden dann von der EK übernommen. Die technischen Grenzwerte werden den Unternehmen Sicherheit und Klarheit über die Einordnung ihrer Geschäftstätigkeiten geben und damit auch über die künftige Behandlung der von ihnen begebenen Wertpapiere. Mit dem Bekanntwerden der technischen Grenzwerte können dann Taxonomie-konforme Green Bonds begeben werden. Emittenten und Investoren können sich auf einen Standard berufen, was auch den Analysebedarf der Investoren vereinfacht. Dies sollte das Emissionsgeschehen an den Green Bond-Märkten beflügeln.
- ▶ Offenlegungsverordnung

Des Weiteren treten 2021 Gesetze in Kraft, die den Nachhaltigkeitstrend im Finanzwesen beschleunigen dürften. So wird am 10.03.2021 ein Großteil der Bestimmungen der Offenlegungsverordnung (Disclosure Regulation) gültig (die verbleibenden am 01.01.2022). Die Verordnung legt einheitliche Regeln für Finanzmarktakteure und Finanzberater zur Offenlegung der Integration von Nachhaltigkeitsrisiken in die internen Prozesse fest. Außerdem regelt sie die Bereitstellung von nachhaltigkeitsbezogenen Informationen zu bestimmten Finanzprodukten.
- ▶ Low Carbon Benchmark Regulation

Im Rahmen der Umsetzung der Low Carbon Benchmark-Verordnung, die seit dem 30.04.2020 in Kraft ist, warten noch drei delegierte Rechtsakte auf ihre formale Verabschiedung durch die EK. Spätestens nächstes Jahr dürfte es soweit sein. Die drei Verordnungen beziehen sich 1) auf die Mindeststandards für CTBs (EU Climate Transition Benchmarks) und PABs (Paris Aligned Benchmarks), 2) die Mindestanforderungen zur Berücksichtigung von ESG-Faktoren in allen Benchmarks und 3) die Mindestanforderungen zur Berücksichtigung von ESG-Faktoren in der Benchmark-Methodik.
- ▶ Non-Financial Reporting Directive (NFRD)

Zunächst war vorgesehen, dass der finale Gesetzesentwurf der Non-Financial Reporting Directive (NFRD) der EK im ersten Quartal 2021 veröffentlicht wird. Dieser wurde nun jedoch verschoben. Nach Beschwerden von Interessensvertretern der Vermögensverwaltungsbranche dürfte sich auch die Umsetzung der EU-Verordnung, die die Vorschriften zur Berichterstattung von ESG-Risiken in den Portfolien von Vermögensverwaltern regeln soll, verzögern. Hier war der März 2021 vorgesehen. Die Märkte gehen nun von einer Umsetzung im Jahr 2022 aus. Hauptkritikpunkt war, dass die technischen Anforderungen („regulatory technical standards“), die die Details der Verordnung enthalten, noch nicht veröffentlicht wurden. Während die Verschiebung einen kleinen Rückschlag darstellt, wird der gesamte Zeitplan nicht in Frage gestellt. Die Verschiebung gibt den Vermögensberatern lediglich mehr Zeit, um sich auf die neuen Anforderungen vorzubereiten. Es geht dabei um die Pflicht zur Stellungnahme zu implementierten ESG-Maßnahmen in den Jahresberichten der Vermögensberater.
- ▶ EU-Öko-Label

Im 3. oder 4. Quartal 2021 werden zudem die endgültigen Kriterien des „EU Ecolabel for Retail Financial“ veröffentlicht und verabschiedet. Das Öko-Label ist ein freiwilliges Kennzeichnungssystem, das dazu dient, dass Verbraucher qualitativ hochwertige, umweltfreundliche Produkte erkennen können (sofern bestimmte Kriterien erfüllt sind). Die Gemeinsame Forschungsstelle (GFS) der EK hat vorgeschlagen, das Label für Finanzprodukte für Privatkunden zu verwenden, einschließlich Anlageprodukte, die der PRIIP-Verordnung unterliegen, sowie für Termin- und Spareinlagen.

► EZB-Leitfaden

Veröffentlicht, und damit in Kraft gesetzt, wurde im Mai 2020 auch der Leitfaden der Europäischen Zentralbank (EZB) zu Klima- und Umweltrisiken. Es wird erwartet, dass bedeutende Kreditinstitute die EZB ab Ende 2020 über Abweichungen von den im Leitfaden dargelegten Erwartungen informieren werden.

Nationale und supranationale Initiativen werden die Emissionstätigkeit befeuern

► Die EU wird zum größten Emittenten grüner Anleihen...

Neben den regulatorischen Neuigkeiten gibt es weltweit mehrere nationale bzw. supranationale Initiativen, die das Emissionsgeschehen stark beeinflussen werden. Besonders die EU tritt beim Klimaschutz aufs Gas und schickt sich an, der größte Emittent von Green Bonds zu werden, nachdem sie 2020 mit dem 100 Mrd. Euro schweren SURE-Programm schon zum größten Social Bond-Emittenten geworden ist. Im November haben sich das EU-Parlament und die Mitgliedsländer auf einen langfristigen Budgetplan über 1,8 Bio. Euro für die nächsten sieben Jahre geeinigt. Derzeit hängt der Prozess allerdings noch an der Zustimmung von Polen und Ungarn, die wegen der Kopplung an den sog. Rechtsstaatsmechanismus ein Veto eingelegt haben. Sollte es hier nicht zeitnah zu einer Lösung kommen, wird sich die erste grüne EU-Anleihe verschieben.

Die Budget-Mittel teilen sich auf den regulären langfristigen EU-Haushalt (1,074 Bio. Euro) und auf den Wiederaufbaufonds NextGenerationEU (750 Mrd. Euro) auf. 30% der Mittel des Fonds sollen für den Kampf gegen den Klimawandel genutzt werden. Dies soll sich auch in der Finanzierung des Fonds niederschlagen. 225 Mrd. Euro könnten über die Ausgabe von grünen Anleihen finanziert werden. Dies entspricht in etwa 30% des gesamten Green Bond-Marktes. Sollte die EU wie angekündigt das gesamte Finanzierungsvolumen über drei Jahre strecken, würde das jährliche Green Bond-Emissionsvolumen gegenüber 2019 um 34% bis 40% steigen. Bezogen auf grüne Staatsanleihen würde das Volumen im Vergleich zu 2019 sogar um mehr als das 3,5-fache steigen.

► ...die EZB und private Investoren stehen Gewähr bei Fuß

Sorgen, dass die neuen Anleihen keine Abnehmer finden, sind unbegründet. Zum einen suchen Zentralbanken mit großen Beständen an Euro-Währungsreserven schon länger nach risikoarmen Anlageklassen (AAA Papiere) mit grünem Anstrich. Zum anderen suchen auch private Investoren weiter nach grünen Anlagemöglichkeiten, was die hohen Überzeichnungen der Orderbücher grüner Anleihen belegen. Da die EU viele Projekte in Kooperation mit privaten Investoren durchführt, sollte der Plan auch die Neuemissionen von privaten Green Bonds befeuern. Schlussendlich wird der Green Bond-Markt noch stärker vom Euro dominiert werden. Per Oktober 2020 waren ca. 48% der 2020er Neuemissionen in Euro. Sollte der Wiederaufbaufonds dazu kommen, würde der Anteil auf knapp 70% steigen.

► Joe Bidens Klimaprogramm könnte SRI endgültig salonfähig machen

Gespannt blickt die Welt derzeit auf die USA, und auch die grüne Investment-Community ist gespannt, hat doch die demokratische Partei im Vorfeld der Wahlen ein 2 Bio. USD schweres Klimaprogramm vorgelegt. Das Programm, das eine CO₂-neutrale Volkswirtschaft bis 2050 zum Ziel hat und eine 100% emissionslose Energieversorgung bis 2035, soll „innovative Finanzierungsmechanismen“ beinhalten. Hier wäre eine Nutzung von Green Bonds denkbar. Dies wäre ein enorm wichtiges Signal am wichtigsten Finanzplatz der Welt. Allerdings hängen die ambitionierten Pläne vom Ausgang der Senatswahlen in Georgia am 05.01.2021 ab. Nur bei einem Sieg der Demokraten in beiden Stichwahlen würde der Senat in die Kontrolle der Demokraten geraten. Sollten die Republikaner die Mehrheit im Senat behalten, würden sie wohl viele der Klimaprogramme blockieren.

► Green Bond-Markt immer internationaler

Doch nicht nur die westliche Welt bietet Impulse für den SRI-Markt. Vielmehr nehmen Emissionen von ESG-Anleihen weltweit zu. 2020 waren Emittenten aus 45 Ländern am Green Bond-Markt aktiv, darunter die Neulinge Guernsey und Georgien.

► China bewegt sich

China, der größte CO₂-Emittent der Welt, hat noch für 2020 die Aktualisierung des „Green Bond Supporting Catalogues“ beschlossen. Der Entwurf, der Marktteilnehmern zur Konsultation vorgelegt wurde, schließt zum ersten Mal Kohleprojekte aus und bringt chinesische grüne Anleihen näher an internationale Standards. Damit sind mehr chinesische Green Bond-Emissionen auf den internationalen Märkten zu erwarten. Noch überraschender kam die Ankündigung von Präsident Xi Jinping, Chinas Volkswirtschaft bis 2060 klimaneutral zu gestalten. Bisher ist dies allerdings nur ein politisches Statement ohne handfeste Programme.

► Südkoreas New Deal

Im Gegensatz dazu zeigt sich Südkorea schon verbindlicher, auch wenn noch kein Netto-null-Ziel formuliert wurde. Allerdings umfasst der sog. „Korean New Deal“ ein 61 Mrd. USD großes Investitionsvolumen für grüne Projekte über die nächsten fünf Jahre. Das dadurch hervorgerufene Wachstum grüner Vermögenswerte sowohl auf Unternehmensseite als auch beim Staat selbst dürfte das Green Bond-Emissionsvolumen weiter erhöhen.

emanuel.teuber@bayernlb.de

Das Research-Team der BayernLB

BayernLB Research

Dr. Jürgen Michels, Chefvolkswirt und Leiter Research, -21750

Anna Maria Frank, -21751; Sekretariat

Ingo Bothner, -21787; Medienfachwirt, Business Management

Christoph Gmeinwieser, -27053; CIIA, Business Management

Länderrisiko- und Branchenanalyse

Hubert Siplý, -21307

Manuel Schimm, -26845

Asien, Nordamerika

Gebhard Stadler, CFA, -28891

Nord- u. Osteuropa, GUS, Mittelamerika,

Verena Strobel, -21320

Südeuropa, Naher und Mittlerer Osten, Afrika

Dr. Alexander Kalb, -22858

Maschinen-/Anlagenbau, Westeuropa, Südamerika

Wolfgang Linder, -21321

Mobilität

Thomas Peiß, -28487

Energie

Asja Hossain, CFA, -27065

Bau und Grundstoffe

Miraji Othman, -25888

Technologie

Dr. Sebastian Schnejdar, -26386

Immobilien

Investment Research

Dr. Johannes Mayr -21859

Dr. Stefan Kipar, -27346

Euro-Raum, EZB, Deutschland

Manuel Andersch, -27448

USA, Fed, UK, Schweiz, FX, Gold

Wolfgang Kiener, -27058

FX, Rohstoffe

Manfred Bucher, CFA, -21713

Zins- & Aktienstrategie, Asset Allokation

Dr. Norbert Wuthe, -27209

Zinsstrategie & SSAs

Dieter Münchow, -23384

Value Investing & Behavioral Finance

Dr. Ulrich Horstmann, CEFA, -21873

Hans-Peter Reichhuber, -21780

Alfred Anner, CEFA, -27072

Covered Bonds

Georg Meßner, CFA, -26396

Banken

Emanuel Teuber, -27070

Covered Bonds, Green Finance

Pia Ahrens, -25727

Corporate Bonds & SSD, Strategie

Matthias Gmeinwieser, CIIA, -26323

Corporate Bonds & SSD

Christian Strätz, CEFA, CIIA, -27068

Corporate Bonds & SSD, Green Finance

E-mail: vorname.nachname@bayernlb.de

Telefon: 089 2171 + angegebene Durchwahl

Disclaimer

Diese Publikation ist lediglich eine unverbindliche Stellungnahme zu den Marktverhältnissen und den angesprochenen Anlageinstrumenten zum Zeitpunkt der Herausgabe der vorliegenden Information am 25.11.2020. Die vorliegende Publikation beruht unserer Auffassung nach auf als zuverlässig und genau geltenden allgemein zugänglichen Quellen, ohne dass wir jedoch eine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der herangezogenen Quellen übernehmen können. **Dieser Research-Bericht ist eine rein ökonomische Analyse, und kein Teil davon ist als Wertpapieranalyse oder Empfehlung zu verstehen.** Insbesondere sind die dieser Publikation zugrunde liegenden Informationen weder auf ihre Richtigkeit noch auf ihre Vollständigkeit (und Aktualität) überprüft worden. Eine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit können wir daher nicht übernehmen. Die vorliegende Veröffentlichung dient ferner lediglich einer allgemeinen Information und ersetzt keinesfalls die persönliche anleger- und objektgerechte Beratung. Für weitere zeitnähere Informationen stehen Ihnen die jeweiligen Anlageberater zur Verfügung.

Aufgrund gesetzlicher Vorgaben (Wertpapierhandelsgesetz bzw. MiFID II) dürfen Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit einer von ihnen erbrachten Finanzportfolioverwaltung oder unabhängigen Honorar-Anlageberatung grundsätzlich keine Zuwendungen von Dritten annehmen oder behalten. **Eine Weitergabe dieser Unterlage an Unternehmen oder Unternehmensteile, die Finanzportfolioverwaltung oder unabhängige Honorar-Anlageberatung erbringen, ist daher nur gestattet, wenn mit der BayernLB hierfür eine Vergütung vereinbart wurde.**

Abkürzungsverzeichnis

Häufig verwendete Abkürzungen in Schaubildern und Tabellen:

| | |
|------|----------------------------------|
| ab: | arbeitstäglich bereinigt |
| BIP: | Bruttoinlandsprodukt |
| gg: | gegenüber |
| IS: | linke Skala |
| Md: | Monatsdurchschnitt |
| Me: | Monatsende |
| rS: | rechte Skala |
| sb: | saisonbereinigt |
| Vj: | Veränderung gegenüber Vorjahr |
| Vol: | Volumen |
| Vp: | Veränderung gegenüber Vorperiode |

Redaktion:

Bayerische Landesbank
Unternehmensbereich 5700
80277 München (=Briefadresse)
research@bayernlb.de

Geschäftsgebäude:

Bayerische Landesbank
Briener Straße 18
80333 München (=Paketadresse)
www.bayernlb.de