

durch
GEDACHT



Post Corona

Zwölf Thesen zu den mittelfristigen Auswirkungen

Research & Investment Strategy

April 2020

 **Union
Investment**

Was kommt, wenn die Pandemie unter Kontrolle ist? Wird die Welt eine andere werden? Erste Thesen, wo die Krise einen tiefen Einschnitt bedeuten könnte – und wo nicht.

Inhalt

| | | |
|----------|---|-----------|
| 1 | Einleitung | 5 |
| 2 | Staatsverschuldung und Notenbanken | 6 |
| | These 1: Die Monetisierung von Staatsschulden gewinnt an Akzeptanz. Ein Problem ist das vorerst nicht, vielmehr eine Notwendigkeit. | 7 |
| | These 2: Low for much longer – das Niedrig- bzw. Negativzinsumfeld ist nun erst recht zementiert. | 9 |
| | These 3: Die Spielräume für staatliche Investitionen (auch im Kampf gegen den Klimawandel) werden „eigentlich“ deutlich enger sein. Solide Staaten könnten trotzdem Gas geben – wann, wenn nicht jetzt. | 11 |
| 3 | Europa und die Kosten politischer Ambivalenz | 11 |
| | These 4: Der Druck auf die EU zu mehr Integration und Solidarität wird nochmals steigen. Die Voraussetzungen für Fortschritte sind gemischt! | 12 |
| | These 5: Die Corona-Krise gibt den Briten einen Eindruck, wie ein harter Brexit wirken könnte. Vielleicht lässt sie das moderater werden. | 14 |
| 4 | Markt und Wettbewerb | 15 |
| | These 6: Es wird auch Insolvenzen profitabler Unternehmen geben. Die Herausforderung: Das sinkende Produktionspotenzial und die Nachfragesteuerung so ausbalancieren, dass Inflation oder Deflation vermieden werden. | 15 |
| | These 7: Nach vielen Krisen werden die Starken noch stärker. Bei Corona gilt das vor allem für die Digitalunternehmen. | 17 |

| | | |
|----------|---|-----------|
| 5 | Entwicklungsschübe durch die Krise | 19 |
| | These 8: Krisen legen Schwächen schonungslos offen. Sie setzen aber gleichzeitig auch besondere Energie für Innovationen frei. | 19 |
| | These 9: Krisen zwingen zur Improvisation. Und Vieles was zunächst Improvisation war, wird dann auch als dauerhaft wertstiftend empfunden. | 20 |
| | These 10: Die mit Krisen häufig verbundene Zerstörung setzt im „Wiederaufbau“ Innovationspotenziale frei und beschleunigt den Einsatz bereits vorhandener Technologien. | 21 |
| 6 | Geopolitik und Globalisierung | 22 |
| | These 11: Die Corona-Krise wird den Konflikt zwischen den USA und China und die Tendenz zu einer neuen Blockbildung weiter verschärfen. | 22 |
| | These 12: Die Corona-Krise wird die weltwirtschaftliche Integration deutlich verändern. Eine trendartige, systematische „De-Globalisierung“ wird es aber nicht geben. | 24 |
| 7 | Schlussbemerkungen | 25 |

1 Einleitung

Die Welt „post Corona“ wird eine andere sein

Post 9/11, post Lehman – die wirklich schweren Krisen erkennt man daran, dass auch lange Zeit später, wenn die Aufgeregtheit der Medien längst verstummt ist, noch sehr präsent ist, dass es ein „davor“ und ein „danach“ gab. Wird das bei der Corona-Krise auch so sein? Aktuell ist das schnell gesagt, aber wird man in zehn, zwanzig Jahren auch noch konstatieren, dass die Welt „post Corona“ eine andere wurde? Tatsächlich spricht viel dafür! Vermutlich ist dafür aber die eigentliche Pandemie nicht der Hauptgrund, trotz der dramatischen Umstände und der zahlreichen Todesfälle. Entscheidend werden vielmehr die gesellschaftlichen, politischen und eben auch wirtschaftlichen Folgen sein, die viele Jahre nachwirken werden.

Dieses Papier diskutiert thesenartig in fünf Blöcken erste der möglichen Folgen. Der Fokus liegt dabei zunächst auf „klassischen“ ökonomischen Themen und damit in enger Verbindung stehenden politischen Entwicklungen.

Die fünf Blöcke sind im Einzelnen:

- Auswirkungen auf Staatsverschuldung, Geld- und Fiskalpolitik sowie Zinsen
- Die weitere Entwicklung der Eurozone und eine kurze Einschätzung zum Brexit
- Strukturelle Veränderungen auf der volkswirtschaftlichen Angebotsseite, mögliche Implikationen für die Inflationsentwicklung sowie kurze Exkurse zu Digitalisierung und Regulierung
- Kriseninduzierte Entwicklungsschübe in einzelnen Wirtschaftssektoren
- Geopolitische Implikationen insbesondere für den Konflikt zwischen den USA und China sowie eine Einschätzung zur weiteren Entwicklung der weltwirtschaftlichen Integration – Stichwort De-Globalisierung

Überblickspapier als Auftakt für weitere Veröffentlichungen

Das Paper bildet damit den Auftakt zu einer Reihe von Veröffentlichungen, weitere Papiere werden vor allem auch Aspekte der nachhaltigen Ökonomie post Corona beleuchten. „Fridays for Future“ ist gefühlt Jahre her – aber weder lässt sich der Klimawandel durch ein Virus aufhalten noch haben andere Nachhaltigkeitsthemen an Bedeutung verloren. Viele davon wird man gleichwohl jetzt in einem anderen Licht betrachten, dazu an anderer Stelle mehr.

2 Staatsverschuldung und Notenbanken

- *Faktisch werden die krisenbedingt höheren staatlichen Defizite größtenteils durch die Notenbanken monetisiert. Dazu gibt es kurzfristig wenig Alternativen, und wegen des limitierten Inflationsrisikos ist es auch vorerst unproblematisch.*
- *Die Niedrig- bzw. Negativzinsen sind nun erst recht zementiert. Dazu trägt auch der größere Druck bei, die Tragfähigkeit der staatlichen Schulden nicht zu gefährden.*
- *Trotz niedrigerer Finanzspielräume werden solide Staaten und supranationale Institutionen wie die EU Konjunkturprogramme auflegen bzw. finanzieren. Maßnahmen gegen den Klimawandel müssen deshalb nicht zwingend warten.*

Selbst dem ein oder anderen professionellen Beobachter mag angesichts der Summen mulmig werden: Die Beträge, zu denen sich die Stabilisierungs- und Unterstützungspakete aufaddieren, die Regierungen und Notenbanken vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie in den letzten Wochen geschnürt haben, sind gewaltig. Am Ende werden die (angekündigten) Volumina sogar jene übersteigen, die im Zuge der Finanzkrise 2008/2009 zusammenkamen.

Krisenhilfe jetzt, „aufgeräumt“ wird später

Vorangeschickt sei: Es gibt unter Ökonomen wenig Zweifel, dass diese Hilfen angesichts der wirtschaftlichen Konsequenzen einer zeitlich befristeten, rigorosen Pandemiebekämpfung angemessen und richtig sind. Kurzfristig zahlt diese Politik auf die Stabilisierung der fragilen Gesamtsituation ein. Denn erstens benötigen die Regierungen Geld, das ihnen der Kapitalmarkt zur Verfügung stellen kann. Märkte brauchen aber insbesondere in einer Krise Vertrauen in die Solvenz ihrer Schuldner. In Fällen, wo dies erforderlich ist, unterstützen die Notenbanken deshalb direkt oder indirekt die Zahlungsfähigkeit von Staaten, Unternehmen und Banken. „Aufgeräumt“ wird später. Und zweitens: Es ist eine Sache, wenn Wirtschaftsleistung ausfällt. Es ist aber eine ganz andere Sache, wenn an sich „gesunde“ Produktionskapazität dauerhaft vernichtet würde – was bei einer Insolvenzwelle der Fall wäre.

Notenbankbilanzen wachsen, Staatsschulden steigen

Trotz der Dramatik der aktuellen Situation ist es aber nicht kleinkrämerisch, sondern vielmehr vorausschauend geboten, jetzt schon einen Blick auf mittel- bis langfristige Folgen der Krisenmaßnahmen zu werfen. Die direkten Auswirkungen sind offensichtlich: Wie schon im Zuge der Finanzkrise sowie der anschließenden EU-Staatsschuldenkrise werden sich die Notenbankbilanzen enorm ausweiten und die staatlichen Schuldenquoten in vielen Ländern sprunghaft ansteigen (wozu auch beiträgt, dass das Bruttoinlandsprodukt (BIP) – und damit der Nenner – schrumpft, allerdings glücklicherweise nur temporär).

- **Notenbankbilanzen:** Auf Basis der aktuellen Maßnahmen wird sich die Bilanz der Fed bis zum Jahresende von 4,3 auf mindestens 5,6 Billionen US-Dollar (plus 30 Prozent) ausweiten. Bei der EZB ist von einem Anstieg von 4,7 auf 5,8 Billionen Euro (plus 23 Prozent) auszugehen. Diese Schätzungen beinhalten nur die Ankaufprogramme – Fazilitäten bzw. Repogeschäfte der Fed und Tenderoperationen der EZB zum Beispiel bleiben außen vor.
- **Schuldenquoten:** Aus ersten groben Schätzungen für die Entwicklung der Defizite und des Wirtschaftswachstums lassen sich für die USA und den Euroraum Schuldenquoten ableiten, die um mindestens zehn bis fünfzehn Prozent über den Niveaus per Ende 2019 liegen. Für die USA ergibt sich ein Schuldenstand von mindestens 124 Prozent Ende 2020 (plus 16 Prozentpunkte). Auf ähnliche Größenordnungen kommt man für den Euroraum und Deutschland – hierzulande würde damit die Schuldenquote auf 70 bis 75 Prozent steigen, was die im internationalen Vergleich „komfortable“ Situation Deutschlands verdeutlicht. In Italien könnte die Schuldenquote bis Ende 2021 auf etwa 147 Prozent wachsen.

Über Ankäufe landen Staatsschulden letztlich bei Notenbanken

Zum Teil sind die beiden Entwicklungen miteinander verknüpft: Da etwa Federal Reserve (Fed) und Europäische Zentralbank (EZB) als Teil ihrer Maßnahmen die Ankäufe von Staatsanleihen wiederbelebt haben, landen die zusätzlichen Schulden letztlich partiell (in manchen Fällen sogar überwiegend) auf der Notenbankbilanz, selbst wenn die Zentralbanken die Anleihen dem Staat nicht direkt abkaufen. Dieser Zusammenhang ist ein wesentlicher Beitrag zur Stabilisierung von Wirtschaft und Kapitalmärkten, die sich langsam abzeichnet.

These 1: Die Monetisierung von Staatsschulden gewinnt an Akzeptanz. Ein Problem ist das vorerst nicht, vielmehr eine Notwendigkeit.

Fällt das Tabu „Staatsausgaben mithilfe der Notenbankpresse“?

Schon vor der Corona-Pandemie gab es zumindest im akademischen Raum eine lebhafte Diskussion, ob denn die langjährige Tabuisierung von seitens der Notenbank finanzierten Staatsausgaben (zumindest wenn es sich um Investitionen handelt) wirklich angemessen ist. Wann ist eine solche „Monetisierung“ zumindest kurzfristig nicht ganz so kritisch? Die Rahmenbedingungen müssen dergestalt sein, dass dadurch keine übermäßige Inflation entsteht. Letzteres hängt zum einen von der aktuellen makroökonomischen Situation eines Landes ab: Verfechter einer noch offensiveren Notenbankpolitik verweisen in der Makro-Diskussion auf die Unterauslastung der Kapazitäten, abzulesen an relativ hohen Arbeitslosenzahlen und/oder zu niedriger Inflation in vielen Industrieländern. Das lässt sich auch nicht abstreiten.

Zum zweiten sind die institutionellen Rahmenbedingungen wichtig. Diese sind vor allem dann günstig – und hier herrscht weitgehend Einigkeit in der Diskussion –, wenn ein Land die zentrale Verschuldungs- und Besteuerungshoheit hat, eine eigene Notenbank und eine eigene Währung als Ventil für den Abbau von möglichen Ungleichgewichten. Als

Vorbild dient hier ein Stück weit Japan: Nippon erfüllt die obigen Rahmenbedingungen, hat eine Schuldenquote von knapp 240 Prozent des BIP, viele staatliche Schuldentitel werden von der Bank of Japan (BoJ) in eigener Währung gehalten – und trotzdem existiert bekanntermaßen seit vielen Jahren so gut wie keine Inflation. Und last but not least: Die Zahlungsfähigkeit Japans wird nicht in Frage gestellt.

USA und Euroraum schwören (noch) auf hohe Unabhängigkeit der Zentralbanken

In den USA und im Euroraum wird die Unabhängigkeit der Notenbank und die Nichttolerierung direkter Staatsfinanzierung mit Blick in die weitere Zukunft aus ebenfalls guten Gründen verteidigt. In Deutschland ist dies bekanntlich sogar vor dem Bundesverfassungsgericht gelandet und wurde dort noch einmal bestätigt. Geldpolitische Ankaufprogramme sind also weiterhin beschränkt auf Ausnahmesituationen wie Finanzkrise, EU-Staatsschuldenkrise und jetzt Corona-Krise – und sie müssen über den Kapitalmarkt abgewickelt werden. Bei niedrigem Wachstum, niedriger Inflation und niedrigen Zinsen kommen sie aber schneller zum Einsatz, als es im letzten Jahrhundert der Fall gewesen wäre.

In der Eurozone ist die Situation zudem immer etwas komplizierter, solange die vorstehend genannten institutionellen Rahmenbedingungen so nicht in vollem Umfang gegeben sind – es gibt auf zentraler Ebene keine Besteuerungs- und Verschuldungshoheit und auf Ebene der Eurozonen-Länder keine eigene Währung, siehe dazu aber mehr in Kapitel 3.

Notenbanken garantieren staatliche Hilfsmaßnahmen

Schaut man sich nun die aktuellen geldpolitischen Programme im Zuge der Corona-Pandemie an, ist eines relativ offensichtlich: Die sprunghaft gestiegene Nachfrage nach Liquidität bei Unternehmen und auch privaten Haushalten lässt derzeit vielerorts keine (praktikable) Alternative zu, als die schuldenfinanzierten staatlichen Hilfsmaßnahmen mit einer Kaufgarantie durch die Notenbanken zu versehen. Nur so lässt sich an den Kapitalmärkten eine stetige Finanzierung der durch die Krise geschwächten Staaten und Unternehmen gewährleisten und der Wirtschaftskreislauf zumindest so weit aufrecht erhalten, wie es die Lockdown-Maßnahmen zulassen. In der akademischen Diskussion ist einer der größten Streitpunkte die Frage nach der Effektivität von auf diese Weise „abgesicherten“ höheren Staatsausgaben. In der aktuellen, speziellen Situation kann man diese Effektivität aber wohl kaum bezweifeln.

„Dambruch“ oder einfach: Solidarität?

Skeptiker werden dies dennoch als Dambruch brandmarken, trauen sich aber möglicherweise in der aktuellen Notsituation noch nicht dies zu thematisieren. Vielleicht werden sie diesmal auch einen schweren Stand haben, denn: Im Euroraum liegt ein Unterschied zu den Jahren der Staatsschuldenkrise darin, dass von der Corona-Krise alle Länder mehr oder minder gleich betroffen sind und man nicht mit dem Zeigefinger auf Peripherieländer zeigen kann, die vor der Krise unseriös gewirtschaftet haben sollen, während man selbst gleichzeitig EU-Hilfen und Ausnahmen beantragt. Die Frage nach der Solidarität unter den EU-Ländern, und wie Hilfe mit effektiver Wirkung verbunden werden kann, wird sich also diesmal in einem anderen Licht stellen.

Vom Corona-Bond zum Klima-Bond?

Wie dem auch sei, kurzfristig stabilisiert der Kurs der Notenbanken, und das Risiko inflationärer Entwicklungen ist in der aktuellen Situation limitiert (wenn auch nicht null, siehe dazu Kapitel 4). Und man darf davon ausgehen, dass die Akzeptanz für diese (noch) als „unkonventionell“ geltende Geldpolitik steigen wird – vielleicht auch für spezifische krisenunabhängige Zwecke, wie zum Beispiel die Finanzierung des Kampfs gegen den Klimawandel. Generell wird nahezu überall durch die Corona-Krise die Arbeitslosigkeit deutlich ansteigen. Auch in der zweiten Phase der Krise wird sich in vielen Ländern die Frage stellen, unter welchen Bedingungen der Kapitalmarkt Konjunkturprogramme zur Schaffung neuer Arbeitsplätze zu finanzieren bereit ist. Die Notenbanken werden dabei weiter im Mittelpunkt stehen.

These 2: Low for much longer – das Niedrig- bzw. Negativzinsumfeld ist nun erst recht zementiert.

Bis vor sechs Wochen galt: In der Eurozone kaum Inflation und niedriges Wachstum, in den USA etwas mehr Inflation und leicht höheres Wachstum. Die (Leit-)zinsen waren negativ (EZB und zum Beispiel 10jährige Bunds) oder zumindest nicht allzu hoch (Fed und 10jährige US-Treasuries). Durch die Corona-Krise haben wir nun allerorten Quartale mit deutlich negativem BIP-Wachstum vor uns und zumindest kurzfristig eher starke disinflationäre Tendenzen, allein wegen des massiv gesunkenen Ölpreises (siehe dazu auch Kapitel 4).

Anders gesprochen: Die volkswirtschaftliche reale Wertschöpfung wird tief ins Minus rutschen – was das für die Leitzinsen bedeutet ist relativ klar: Sie bleiben so tief es nur geht. Und da es zumindest in der Eurozone nicht tiefer ging bzw. geht, bleiben bzw. bleiben der EZB eben auch nur quantitative Maßnahmen.

Zementiertes Niedrigzinsumfeld: Im Euroraum stärker als in den USA

Wie lange diese Situation allein wegen der realökonomischen Situation anhält, ist schwer zu sagen. Nach der Finanzkrise hat es, vor allem in der Eurozone, sehr lange gedauert. Andererseits ist eine in vielerlei Hinsicht „klassische“ Rezession wie die, die uns jetzt bevorsteht, etwas anderes als eine systemische Finanzkrise wie vor zwölf Jahren. Zumindest in den USA könnte es auch diesmal mit der Zinswende wieder etwas schneller gehen als in Europa: Die Arbeitsmärkte dort drehen schneller; dafür dürfte der Einbruch im privaten Konsum dort größer ausfallen als auf dieser Seite des Atlantiks. Für Europa hingegen hatten wir schon vor Corona die These einer langfristigen Zementierung der Zinsen auf niedrigem Niveau. Grund: Langfristige Struktureffekte wie die demographische Entwicklung – Stichwort „Japanisierung“. Allenfalls Investitionen in neue Geschäftsmodelle, Innovation und die Effizienz öffentlicher Regulierung, Dienstleistungen und Infrastruktur werden an diesem Befund für Europa etwas ändern.

Niedrige Zinsen sichern Schulden- tragfähigkeit von Krisenstaaten

Unabhängig von den Bedingungen in der Real- und Finanzwirtschaft gibt es einen zweiten Aspekt, der noch stärker als zuvor in Richtung dauerhaft niedriger Zinsen wirkt: die Tragfähigkeit der höheren Schulden in

Teilen des Unternehmenssektors und bei den Staaten. So unbefriedigend die niedrigen Zinsen der vergangenen Jahre für Sparer waren und sind – für die Staatshaushalte waren sie ein Segen. Länder wie Deutschland haben sich dadurch sogar ein Stück weit entschulden können, in anderen Ländern ist die effektive Tragfähigkeit teilweise deutlich verbessert, weil durch Refinanzierungen zu deutlich niedrigeren Zinsen die Durchschnittsverzinsung der Staatsschuld deutlich abgesenkt werden konnte.

Was bedeutet die Corona-Krise für die Tragfähigkeit von Schulden? Erstens: Unternehmen haben weniger Umsätze und damit Gewinne, Staaten weniger Steuereinnahmen. Selbst bei unverändertem Schuldenstand sinkt also die (kurzfristige) Tragfähigkeit. Anders ausgedrückt: Nur unter der Voraussetzung deutlich stärkeren Wachstums wären für sich genommen auch höhere Zinsen unproblematisch.

Risikoaufschläge dürften mit Schulden wieder ansteigen

Neben der Einnahmen-Ausgaben-Perspektive in Hinblick auf Zins- und Tilgungszahlungen schauen die Kapitalmärkte aber vor allem auf die Schuldenbestände – konkret: die Staatsschuldenanteile am volkswirtschaftlichen Gesamteinkommen, also am BIP. Diese Schuldenquoten werden wie erwähnt sprunghaft (wieder) ansteigen, und in der Breite werden Bonitätsverschlechterungen Gegenstand der Diskussionen der nächsten Zeit sein. Die Prämien aus Risikoaufschlägen werden daher eher steigen, trotz niedriger Leitzinsen und Wertpapierankäufen der Notenbanken (Quantitative Easing) .

Welche Implikationen das hat, ist von Land zu Land unterschiedlich. Für Schwellenländer mit fragiler Finanzsituation wird es empfehlenswert sein, möglichst hohe Devisenreserven zu halten und sich vor allem in eigener Währung oder langfristig bei supranationalen Gläubigern wie Weltbank und IWF zu verschulden. Die hoch verschuldeten Länder in der Eurozone wie Italien sind demgegenüber auf Bestand und Ausbau der Eurozone angewiesen – letztlich gilt das aber auch für die Kernländer mit niedrigeren Schuldenquoten, wie wir in jeder Krise am Ende gelernt haben (siehe dazu Kapitel 3). Salopp ausgedrückt: An den Kapitalmärkten helfen Grenzsicherungen nicht gegen Ansteckungsgefahren.

Anteil von Notenbanken an Staatsverschuldung steigt

Daraus einen gestiegenen (und zuweilen auch politischen) Druck auf die Notenbanken abzuleiten, die Leitzinsen möglichst langfristig niedrig zu lassen, liegt nahe und mag berechtigt sein. Es gibt aber noch einen anderen Aspekt, ein Blick nach Japan hilft auch hier bei der Einordnung: Die verantwortlichen Zentralbanker werden Bestände in Notenbankbilanzen kaum in den Umlauf zurück geben, wenn dies die Finanzstabilität gefährdet. Nach der Corona-Krise werden diese Notenbankbestände einen noch größeren Anteil an der gesamten Verschuldung einiger Staaten haben. Zwar müssen diese auch darauf ggf. Zinsen zahlen. Die fließen allerdings über die Ausschüttung von Notenbankgewinnen häufig wieder zurück an die Staaten.

These 3: Die Spielräume für staatliche Investitionen (auch im Kampf gegen den Klimawandel) werden „eigentlich“ deutlich enger sein. Solide Staaten könnten trotzdem Gas geben – wann, wenn nicht jetzt.

Eigentlich fehlt Geld für Infrastruktur, Bildung und Klima...

Höhere Schulden bei niedrigerer Wirtschaftsleistung, höhere Zins- und Tilgungslasten bei gleichzeitig niedrigeren Steuereinnahmen – es ist klar, was das bedeutet: Es ist weniger Geld da für wichtige Investitionen, sei es für die viel thematisierten Bereiche Infrastruktur und Bildung, sei es für den Kampf gegen den Klimawandel. Das ist ohne Wenn und Aber eine schlechte Nachricht und insbesondere in Hinblick auf den Klimawandel kommt sie aufgrund des Zeitdrucks zur Unzeit. Andererseits: Besondere Zeiten erhöhen die Akzeptanz für besondere Maßnahmen. Beispiel Deutschland: Bis vor kurzem wurde hierzulande noch leidenschaftlich die „Schwarze Null“ verteidigt. Die ist bis auf weiteres nunmehr Vergangenheit. Allein aufgrund der Stabilisierungsmaßnahmen wird die Neuverschuldung für 2020 auf mindestens vier bis fünf Prozent des BIP geschätzt.

...gleichzeitig könnte die Bereitschaft für Investitionen in Strukturwandel steigen

Ein naheliegender Gedanke ist aber, dass Deutschland im Anschluss an die Stabilisierung der Pandemie noch eine Schippe drauflegt und Erholung und Strukturwandel der Wirtschaft durch ein Konjunktur- und Investitionsprogramm ankurbelt. Eine Art selbstfinanzierter Marshall-Plan. Auch ausgewählte Steuererhöhungen dürften kein Tabu mehr sein. Andere Länder werden Ähnliches erwägen. Die EU wird sich dem anschließen, was vor allem in den wachstumsschwachen Regionen überdurchschnittlich hohe Impulse setzen könnte. Über den Binnenmarkt werden die positiven Effekte letztlich in allen Volkswirtschaften der Staatengemeinschaft ankommen und unterstützen auch dort das langfristige Wirtschaftswachstum. Auch und vor allem vor diesem Hintergrund muss man die Diskussion um neue, gemeinschaftliche Finanzierungsinstrumente und -initiativen der EU sehen.

3 Europa und die Kosten politischer Ambivalenz

- *Die Corona-Krise erhöht den Druck und gleichzeitig die Herausforderungen, die europäische Integration voranzutreiben.*
- *Ambivalente Politik führt mehr denn je zu Risiken, die den Euroraum für die Kapitalmärkte unattraktiver machen. Fortschritte in der Integration und europäische Solidarität würden die Finanzierung der Krisenbekämpfung erleichtern.*
- *Die „Lockdowns“ zur Bekämpfung der Pandemie sind für die Briten das Liveexperiment eines harten Brexit. Vielleicht lässt sie das moderater werden.*

Euro-Banken und auch der Institutionen-Rahmen sind robuster als vor Finanz- und Staatsschuldenkrise

Es ist keineswegs so, dass sich die EU seit der Finanz- und Staatsschuldenkrise nicht weiterentwickelt hätte. Insbesondere wurde die Robustheit der Banken deutlich erhöht, was aktuell hilft, Unternehmen und private Haushalte durch die Krise zu begleiten. EZB und Euro sind fest im Alltag aller Volkswirtschaften der Eurozone verankert und nicht mehr wegzudenken. Mit dem Stabilitätsmechanismus ESM, dem Europäischen Rat und einer wachsenden Bedeutung der Europäischen Investitionsbank (EIB) sind Institutionen geschaffen oder weiterentwickelt worden, die auch in den kommenden Jahren noch mehr Verantwortung bekommen werden.

Aber: Die europäische Integration stockt

Gleichwohl war die europäische Integration auch in den letzten Jahren von politischen Unsicherheiten begleitet, in anderen als den oben genannten Bereichen gab es wenig Fortschritte. Der französische Präsident Macron hatte eine Reihe von Initiativen gestartet, die vor allem am von allen Seiten wahrgenommenen Widerstand, man könnte auch sagen der Lustlosigkeit der Deutschen abgeprallt sind. Eine gewisse Hoffnung lag zuletzt auf der im Juli beginnenden EU-Ratspräsidentschaft Deutschlands.

Hält „erzwungene“ Solidarität an?

Doch durch die Corona-Krise haben sich die Vorzeichen abrupt geändert. Eine Reihe von Aspekten dazu haben wir schon in Kapitel 2 angesprochen. Zentral: Die weltweite Rezession zwingt zu gemeinsamem Handeln, von der notwendigen Zusammenarbeit in der Eindämmung der Pandemie ganz abgesehen. Das gilt insbesondere auch für die EU. Die Frage ist: Geht diese Zusammenarbeit am Ende über das Krisenmanagement hinaus? Wirkt dies positiv auf die europäische Integration?

These 4: Der Druck auf die EU zu mehr Integration und Solidarität wird nochmals steigen. Die Voraussetzungen für Fortschritte sind gemischt!

Corona als „Gleichmacher“

Positiv, erstens: Alle sind betroffen von Corona. Der Umstand, dass es sich um einen „echten“ externen Schock handelt, mag deshalb auch die Bereitschaft zur gegenseitigen Solidarität auf ein neues Niveau heben. Das undiplomatische Auftreten etwa der Niederlande, deren erste Reaktion klang wie eine Kopie von Statements aus der Staatsschuldenkrise vor zehn Jahren, wurde auch hierzulande als eher unangemessen empfunden.

Positiv, zweitens: Die Erfahrung des Brexit und der US-Politik unter Präsident Donald Trump, insbesondere der „neue“ Protektionismus, haben das Bewusstsein für die Wichtigkeit der europäischen Gemeinschaft gestärkt. Zusammenhalten ist wichtiger denn je. Das wird erst recht gelten, wenn sich – wie anzunehmen – der geopolitische Konflikt zwischen den USA und China weiter verschärfen und Europa immer mehr zwischen die Fronten geraten wird (siehe Kapitel 6). Übrigens sollte sich der Zusammenhalt nicht in Protektionismus gegenüber Dritten äußern, denn: In der Erholung würde Abschottung als Bremsklotz wirken. Insbesondere wenn es gegen Asien als wachstumsstärkste Region geht.

Gleichzeitig viele verhärtete Fronten

Andererseits gibt es auch Aspekte, die die Situation eher schwieriger machen:

Negativ, erstens: Europas Migrationspolitik bleibt unklar. Die Eskalation der Corona-Krise hat fast vergessen lassen, dass unmittelbar davor der türkische Präsident Erdogan Europas Dilemma in Erinnerung gerufen hat. Die Unklarheit erhöht in den Augen der Kapitalmarktteilnehmer die politischen Risiken in der Eurozone. Das macht Krisenbewältigung und den „Wiederaufbau“ unnötig teuer in Form von Risikoaufschlägen und fehlender Investitionsbereitschaft.

Negativ, zweitens: Zumindest bezogen auf die erste Phase der Corona-Krise kann man nicht wirklich davon sprechen, dass es ein gemeinschaftliches Vorgehen der EU-Länder gab. Vielmehr hat jedes Land seine eigene Krisenpolitik durchgezogen, wie auch EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen kritisch anmerkte. Die zum Teil einseitigen Grenzschließungen, die zwischenzeitlichen Aussetzung der Arbeitsmobilität (u.a. Saisonarbeiter) sowie die partielle Unterbrechung auch der in-nereuropäischen Lieferketten atmen eher nicht den Geist des gemeinsamen Europas. Andererseits: Sie haben auch die damit verbundenen Kosten bei vielen Menschen und Unternehmen deutlich gemacht. Für Saisonarbeiter beispielsweise wurden die Grenzen partiell wieder geöffnet. Viele werden sich aufgrund dieser Erfahrungen künftig vielleicht auch offener für die europäische Integration zeigen.

Negativ, drittens: Es sieht so aus, als würde die Corona-Krise den Regierungen in Polen und Ungarn helfen, ihren autoritären Kurs nochmals deutlich zu verschärfen. Solidarität hingegen kommt im Programm von Kaczyński und Orbán eher nicht vor. Es ist absehbar, dass die neueste Entwicklung in diesen Ländern auch zu einer weiteren Eskalation des Konflikts mit der EU führen wird. Da für viele EU-Entscheidungen, gerade wenn es um den institutionellen Setup geht, Einstimmigkeit erforderlich ist, ist dies alles andere als hilfreich. Die Länder treibt es weiter in die Isolation, was die Kapitalmärkte nicht honorieren werden.

Ohne klare Lösungen leidet die Attraktivität des Euroraums für die Kapitalmärkte

Fazit: Inzwischen tut zwar auch die europäische Politik sehr viel, um Wirtschaft, Arbeitsplätze und Finanzmärkte zu schützen und zu stützen, allen voran erneut die EZB. So besehen schreitet die Integration voran. Gleichzeitig erhöht sie durch lange Diskussionen über die Solidarität innerhalb Europas die Kosten dieser Anstrengungen über das notwendige Maß hinaus. Die Kapitalmärkte würden hier klare Lösungen bevorzugen, die die Eurozone als Anlageziel für globale Investoren langfristig stärken. Bis dahin sind die politischen Risiken in der Eurozone weiter gegenüber den USA erhöht, was sich auch an den Kapitalmärkten zeigt.

In diesem Kontext ein kurzer Exkurs zur so genannten Peripherie: Diskussionen rund um die Schuldentragfähigkeit etwa Italiens, aber auch Spaniens, werden an den Kapitalmärkten erst an Ernsthaftigkeit zunehmen, wenn sich die Geldpolitik von den expansiven Maßnahmen wieder zurückzieht – was auf absehbare Zeit nicht zu erwarten ist. Derzeit erlaubt

vor allem das Staatsanleihekaufprogramm (PEPP) der EZB in Verbindung mit der Aussetzung der Maastricht-Kriterien durch die Kommission allen Ländern in der Eurozone eine aktive, anleihefinanzierte Fiskalpolitik, wenn auch nicht zu ganz gleichen Konditionen.

Italiens Fortschritte werden durch Corona zunichte gemacht

Italien war kurz vor der Krise noch nicht ganz am Ziel, was die Robustheit der öffentlichen Schuldenquoten gegen steigende Zinsen betrifft. Sichtbare Fortschritte gab es aber. Diese werden nun schnell wieder zunichte gemacht, unterstellt man ähnlich schwache Wachstums- und Inflationsraten nach der Krise wie davor.

Die Lage in Italien zeigt aber auch, was die versteckten Kosten eines jahrelangen Primärüberschusses sind – zum Beispiel Einsparungen im Gesundheitsbereich.

Krisenbekämpfung einmalig europäisch zu finanzieren, würde Aufwand begrenzen

Es ist angesichts der zu erwartenden stark steigenden Schuldenquoten eine Aufgabe der europäischen Politik nach der Krise, hier neue Antworten zu finden, um eine verantwortungsvolle Fiskalpolitik mit der Lebenswirklichkeit und einem höheren Wachstum zu verbinden. Italien ist lebenswichtiger Bestandteil europäischer Lieferketten und des europäischen Finanzsystems. Einen Teil der Kosten der Krisenbekämpfung und der Konjunkturprogramme der nächsten Jahre einmalig europäisch zu finanzieren, würde den Aufwand, den die Eurozone ansonsten in der Zukunft betreiben muss, jetzt schon begrenzen. Die Kapitalmärkte würden es honorieren und Finanzierungsbedingungen schon heute reduzieren.

These 5: Die Corona-Krise gibt den Briten einen Eindruck, wie ein harter Brexit wirken könnte. Vielleicht lässt sie das moderater werden.

Corona-Krise als Liveexperiment für den harten Brexit

Die Briten schließlich könnten diese Diskussion nach dem im Januar (rechtlich) vollzogenen Brexit mehr denn je entspannt verfolgen. Davon abgesehen aber ist die Corona-Krise eine Art Liveexperiment für einen richtig harten Brexit – forced statt splendid isolation in vielen Bereichen. Das Vereinigte Königreich probiert gerade unfreiwillig aus, wie die Dinge laufen, wenn viele ausländische Arbeitskräfte fehlen, der Handel stark behindert ist und die Produktion heimischer Unternehmen ebenso.

Wahrscheinlichkeit für „softe“ Lösung dürfte steigen

Zu welchen Schlüssen sie das in Hinblick auf die Verhandlungen mit der EU über ein künftiges Handelsabkommen bringen wird, ist kaum zu prognostizieren. Aktuell sind die Gespräche ohnehin ausgesetzt, was im Übrigen wegen des schon vorher engen Zeitplans durchaus ein kritisches Thema ist. Blicke die britische Regierung bei ihrer kompromisslosen Haltung und ihrem Zeitplan (Handelsabkommen bis Ende des Jahres; keine Verlängerung der Übergangsfrist) wäre die Wahrscheinlichkeit eines „hard brexit“ sogar deutlich erhöht. Zu vermuten ist allerdings, dass die aktuellen Erfahrungen beide Seiten wieder näher zusammenrücken lassen und es letztlich zu einer eher „soften“ Lösung kommt. Bis diese steht, wird aber vermutlich dann doch die Übergangsphase noch mal verlängert – auch wenn Boris Johnson das vor der Corona-Krise kategorisch ausgeschlossen hat.

4 Markt und Wettbewerb

- *Durch Insolvenzen wird das Produktionspotenzial schrumpfen. Mittelfristig sind Inflationstendenzen nicht auszuschließen, Staaten müssen deshalb die Unterstützung der volkswirtschaftlichen Nachfrage sorgfältig ausbalancieren.*
- *Pleiten, Unternehmenszusammenschlüsse, aber auch verändertes Kundenverhalten werden das Gesicht vieler Branchen deutlich verändern.*
- *Die großen Digitalunternehmen haben in der Krise die wenigsten Probleme, vor allem werden sie aber hohe Rücklagen in der Zeit danach nutzen können, um ihre Marktposition noch weiter auszubauen.*
- *Die staatliche Einflussnahme auf die Realwirtschaft (Dividenden, Aktienrückkäufe, Liquiditätshaltung, Gehälter) nimmt zu und hat Rückkoppelungseffekte an den Kapitalmärkten.*

Klassische Rezessionen haben den Vorteil der schöpferischen Zerstörung – so der breite Konsens: Starke Unternehmen überleben, innovative Geschäftsmodelle entstehen, für die Schwachen wird es eng. Aktuell erleben wir nur die Zerstörung. An dieser Rezession in ihrer frühen, mit den Shutdowns auch sehr ungewöhnlichen Phase, ist vielleicht einiges kreativ, bisher aber sehr wenig schöpferisch – daher die beispiellosen Hilfsmaßnahmen.

These 6: Es wird auch Insolvenzen profitabler Unternehmen geben. Die Herausforderung: Das sinkende Produktionspotenzial und die Nachfragesteuerung so ausbalancieren, dass Inflation oder Deflation vermieden werden.

Bei den Insolvenzen wird man drei Typen unterscheiden können:

- Typ 1: Firmen, die schon vor der Krise schwach profitabel waren und nur durch die günstigen Finanzierungsbedingungen der letzten Jahre überlebt haben, werden vom Markt verschwinden. Die staatlichen Unterstützungen werden diesen „Bereinigungsprozess“ abschwächen und verzögern, aber nicht verhindern. Aktuelles Beispiel: Vapiano. Schwerpunkte könnten u.a. im Retailsektor (durch noch mehr Online-Handel), im Energiebereich, Transport (Airlines) und im Tourismus (Fernreisen, Kreuzschiffahrt) liegen.
- Typ 2: „Unfälle“: Prinzipiell „gesunde“ Mittelständler oder Großunternehmen, die nicht rechtzeitig ausreichend Unterstützung erhalten. Dies könnten insbesondere ein Problem sein in Ländern mit weniger umfangreichen Stützungsprogrammen und/oder einem im Vergleich etwa zur deutschen KfW weniger effizienten Apparat für die Umsetzung solcher Hilfen. Außerdem: In Deutschland waren vor der Krise die Eigenkapitalquoten im Mittelstand auf Allzeithochs – das ist in anderen Ländern nicht immer der Fall.
- Typ 3: Klein- und Kleinstunternehmen, die keine Unterstützung erhalten und keine ausreichenden Reserven haben.

Abwärtsspirale bei Insolvenzen denkbar

Das Ausmaß der Insolvenzen ist aktuell schwer abzuschätzen, da es insbesondere von der Länge der Shutdowns abhängt. Aber auch verändertes Kundenverhalten und ein drastischer Rückgang der Nachfrage könnten da eine Rolle spielen. Vereinzelt wird auch schon darauf hingewiesen, dass es in bestimmten Wirtschaftsbereichen eine Art Triggerpunkt geben könnte: Wenn es in einem spezifischen Bereich zu viele Pleiten gibt, setzt eine Abwärtsspirale ein, die auch diejenigen erfasst, die sich zunächst gehalten haben. Grund: Sie verlieren ihre Vorproduzenten und/oder Abnehmer im B2B-Business.

Makroökonomisch bedeutet eine Pleitewelle ein schrumpfendes Produktionspotenzial und einen dann niedrigeren Wachstumspfad. Auch andere Entwicklungen könnten perspektivisch in diese Richtung wirken: Stärkere Marktkonzentration beispielsweise, weniger wirtschaftliche Effizienz in der internationalen Arbeitsteilung (Lieferketten), mehr Regulierung – siehe dazu weiter unten. So weit wie möglich sollten negative Auswirkungen auf das Potenzialwachstum verhindert werden, aber ganz wird das nicht gelingen. Eine weitere Frage liegt deshalb nahe: Was heißt das für die Preisentwicklung?

Corona-Krise beeinflusst die Preisentwicklung – Nettoeffekt aber offen

Die Corona-Krise ist ein Angebots- und Nachfrageschock. Gleichzeitig ist damit zu rechnen, dass sich unsere Wirtschaftsstruktur in der Erholung verändern wird. Gerade in der aktuellen Phase, aber auch nach Lockerung der Pandemiebekämpfung wird es deshalb Dinge geben, die weiter nachgefragt, aber weniger produziert werden. Und vice versa andere Dinge, die weniger nachgefragt, zumindest zunächst aber noch weiter gefertigt werden. Will heißen: In manchen Bereichen steigen die Preise, in anderen sinken sie. Der Nettoeffekt auf die Inflation ist zeitlich und qualitativ offen. Dort, wo die Wirtschaftsstruktur sich ändert, ist er aber permanent – also nicht dauerhaft inflationär. Hier ändern sich relative Preise, weil sich das Verhalten der Kunden ändert. Diese Effekte sind für die Steuerung der Preisentwicklung über die Geldpolitik nicht entscheidend.

Kurzfristig dürften in jedem Fall eher die disinflationären Tendenzen überwiegen, zumal hier der drastisch gesunkene Ölpreis eine wichtige Rolle spielt. Mittelfristig könnte es aber gerade in Ländern wie Deutschland mit gut ausgebauten Sozialsystemen und ausreichend Spielräumen zur Unterstützung der privaten Haushalte eine Überraschung geben. Grund: Sinkt die Konsumnachfrage wegen der vergleichsweise stabilen Einkommen weniger als die Produktionskapazitäten und steigen die Importe nicht schnell genug, weil Güter nicht handelbar oder knapp sind, verstärken sich die Inflationstendenzen. Ob das so kommt, hängt aber auch an möglichen aggregierten Verhaltensänderungen der Haushalte. In und unmittelbar nach Krisen beobachtet man in der Regel Konsumzurückhaltung und eine entsprechende Erhöhung der Sparquote. Das Motiv ist klar: Krisen zeigen, wie wichtig Rücklagen sind. Außerdem wird die Zukunft als unsicherer wahrgenommen, auch das dämpft die Ausgabefreudigkeit. Ähnliche Muster gelten im Bereich der Investitionsnachfrage.

**Keine Hyperinflation in Sicht,
dennoch: viel hilft nicht
immer viel**

Zusammengefasst sind Ängste vor einer Hyperinflation abwegig – die Corona-Krise ist kein Krieg, in dem große Teile des Kapitalstocks vernichtet werden. Nichtsdestotrotz müssen Geld- und Fiskalpolitik sehr auf einen möglichen Mismatch von aggregierter Nachfrage und aggregiertem Angebot achten. Wichtig sind die ersten verlässlichen Schätzungen zum Produktionspotenzial und gleichzeitig Frühindikatoren für die Konsum- und Investitionsgüternachfrage. Gegebenenfalls muss dann nachjustiert werden, zum Beispiel bei Einkommenshilfen und Krediten. Anders ausgedrückt: Viel hilft nicht in jedem Fall viel (zu wenig aber auch nicht). Ansonsten ändert sich das Inflationsrisiko – nach oben oder auch nach unten, hin zu Deflation.

**Zunahme von Fusionen und
Übernahmen und damit:
Marktkonzentration**

Noch einmal zurück zur Wirtschaftsstruktur: Neben Insolvenzen wird eine zweite Entwicklung dazu führen, dass manche Branchen und Produktionsbereiche im Zuge der Krise ihr Gesicht deutlich ändern werden. Von den überlebenden Firmen werden viele stark geschwächt sein. Fusionen und Übernahmen werden die Folge sein, national wie international. Mit anderen Worten: In vielen Bereichen wird durch Pleiten und Unternehmenszusammenschlüsse die Marktkonzentration steigen. Auch dies wirkt unter sonst gleichen Bedingungen tendenziell inflationär. Beispiel aus der jüngeren Vergangenheit: Nach der Insolvenz von Air Berlin hatte die Lufthansa auf vielen innerdeutschen Strecken wieder das Monopol. Auch wenn es aufgrund der inzwischen üblichen algorithmischen Preisdifferenzierung nur noch schwer nachzuweisen ist: Die Flugpreise sind auf diesen Strecken mit hoher Wahrscheinlichkeit gestiegen. In den USA ist das Phänomen noch ausgeprägter und seit längerem beobachtbar: vier dominante Airlines, drei dominante Telekomanbieter – im Vergleich zu Europa deutlich höhere Preise und schlechterer Service, zumindest bei Airlines. Wie auch immer, das wird dann ein Thema für die Regulierung, zumindest in Europa sind da im Vergleich zu den USA stärkere Eingriffe zu erwarten.

**Corona als Trendverstärker der
Digitalisierung**

Der letzte Punkt macht schon klar: Wo Verlierer sind, die in Insolvenz gehen, aufgekauft werden oder zumindest stark geschwächt aus der Krise kommen, gibt es natürlich auch Gewinner. Wir wollen das in diesem Papier nicht in der Breite diskutieren, aber zumindest einen Aspekt herausgreifen: Corona wirkt als Trendverstärker für die Digitalisierung!

These 7: Nach vielen Krisen werden die Starken noch stärker. Bei Corona gilt das vor allem für die Digitalunternehmen.

Bezogen auf die Unternehmen könnte man es auch mit einem Zitat aus der Bibel (u.a. Matthäus) zusammenfassen: „Wer hat, dem wird gegeben“. Ausgerechnet die Firmen, die schon vor der Krise extrem stark waren, haben nicht nur die wenigsten Probleme, sondern profitieren zum Teil sogar noch. Am offensichtlichsten ist das natürlich bei Amazon – man ist versucht zu sagen, die Corona-Krise sei wie gemacht für den Onlinehandels-Riesen. Letztlich steht Amazon aber stellvertretend für alle Unternehmen, die jetzt schon auf die Bereitstellung und Nutzung des Internets für kommerzielle und private Zwecke fokussiert sind. Im Internet

kann man sich eben nicht anstecken (im Logistik-Bereich von Amazon natürlich schon). Zum Teil wird es sich dabei nur um Umverteilung von analog zu digital handeln – oder mit anderen Worten: um Verdrängung. Es wird aber auch effektives Wachstum geben, nicht zuletzt durch Innovationen. Naheliegenderes Beispiel: Neue digitale Geschäftsmodelle im Gesundheitsbereich. Mehr dazu in Kapitel 5.

US-Big Tech dürfte noch größer werden

Andere Firmen des Digital- bzw. IT-Bereichs wie Apple gehören vielleicht nicht direkt zu den Profiteuren, sondern haben durchaus auch ein paar Schwierigkeiten, sei es auf der Produktionsseite (Vorleistungsketten), sei es auf der Absatzseite. Man kann es am Aktienkurs ablesen. Aber: Das sind Probleme auf hohem Niveau – und vor allem sind sie weit davon entfernt existentiell zu wirken. Das liegt unter anderem daran, dass Big Tech durch das starke Wachstum der vergangenen Jahre hohe Cash-Reserven aufgebaut hat. Die kursierenden Zahlen variieren, plausibel beim Blick in die Bilanzen sind Werte von 570 Milliarden US-Dollar Rücklagen bezogen auf die großen US-Big Tech-Unternehmen, davon allein 207 Milliarden Dollar bei Apple. Das ist nicht nur mehr als genug um die Shutdown-Phase zu überstehen, sondern viel mehr noch: Pulver für die Zeit danach. Dann, wenn es darum geht, die Marktposition noch weiter auszubauen.

Staatsbeteiligungen dürften Dividenden und Aktienrückkäufe ausbremsen

Ein kurzer Exkurs zu einem Thema, von dem Vertreter der Finanzindustrie ein Lied singen können. „Wer zahlt, schafft an“ – wenn der Staat jetzt Unternehmen finanziell unterstützt oder sich in Einzelfällen sogar direkt beteiligt, knüpft er das wie nach der Finanzkrise 2008/2009 häufig an Bedingungen. Dazu gehören beispielsweise die intensiv diskutierte Einschränkung von Dividendenzahlungen, aber auch Aspekte wie Vorgaben für Aktienrückkaufprogramme oder die Gehaltspolitik der Unternehmen (Boni). Generell ist denkbar, dass – wie Finanzunternehmen nach 2008/2009 – nunmehr auch (größere) Unternehmen der Realwirtschaft unabhängig von der Inanspruchnahme staatlicher Unterstützung in Hinblick auf vorzuhaltende Liquiditätsreserven stärker reguliert werden, um krisenfester zu werden. Staatliche Vorgaben in solchen Bereichen haben neben den Unternehmen selbst signifikante Implikationen für die Kapitalmärkte. Beschränkungen von Dividendenzahlungen zum Beispiel können (müssen aber nicht) die relative Vorteilhaftigkeit von Eigen- versus Fremdkapitalfinanzierung verzerren (sprich: beeinflussen möglicherweise vorübergehend die Attraktivität von Aktien versus Unternehmensanleihen). Werden Rückkaufprogramme begrenzt oder gar untersagt, fällt ein gerade in den vergangenen Jahren wichtiger Treiber für die Performance von Aktien weg. Das sind im Vergleich zu den realen ökonomischen (und sozialen) Folgen von Corona Nebenaspekte – für einen Asset Manager aber natürlich durchaus von Relevanz.

5 Entwicklungsschübe durch die Krise

- *Bei aller Dramatik und in diesem Fall hohen Todeszahlen und extremen sozialen und wirtschaftlichen Belastungen: Jede Krise hat auch Ihr Gutes.*
- *Offengelegte Schwächen werden (endlich) angegangen bzw. korrigiert, Improvisation verstetigt sich und Innovationspotenziale werden freigesetzt.*
- *Wichtigste Bereiche sind – natürlich – das Gesundheitssystem, die Biotechnologie, Arbeiten und (Fort-)Bildung im digitalen Raum und ganz generell der Einsatz von krisenrobusten Zukunftstechnologien wie Robotics und 3D-Druck.*

Krisen verschieben Grenzen – im Denken und im Handeln. Was in persönlich und wirtschaftlich „gesunden“ Zeiten noch als theoretisches Gedankenexperiment, als zu unrealistisch oder zu teuer eingestuft wurde, erhält durch die Krise plötzlich einen Schub – in den Dimensionen Relevanz, Realisierbarkeit und Reaktionsgeschwindigkeit. Dabei ist es beileibe nicht so, dass Geld in Krisenzeiten keine Rolle mehr spielt und damit plötzlich jede noch so „verquere“ Idee umgesetzt wird. Vielmehr hat sich häufig das Koordinatensystem, in dem Ideen bewertet werden, fundamental verschoben. Zugleich arbeitet der Krisenmodus nach dem Motto „Improvisieren, Anpassen, Überwinden“, womit mehr Raum für Innovationen entsteht.

Welche Treiber aber stehen hinter der Kraft, die fast als schöpferische Zerstörung im Schumpeter'schen Sinne angesehen werden könnte – wenn der Auslöser nicht so verheerend wäre? Sie lassen sich grob in drei Kategorien unterteilen, womit sich drei Thesen herauskristallisieren.

These 8: Krisen legen Schwächen schonungslos offen. Sie setzen aber gleichzeitig auch besondere Energie für Innovationen frei.

Diskussion um die Finanzierung der Gesundheitssysteme nimmt Fahrt auf

Ein Beispiel für eine solche Entwicklung ist die weltweit enorm an Fahrt gewinnende Diskussion um Gesundheitssysteme und deren Finanzierung. Über die Grenzen hinweg war dabei in den vergangenen Jahrzehnten ein (nach aktuellen Beobachtungen wohl übertriebenes) Effizienzstreben und damit eine Einschränkung in der Versorgung zu beobachten. Während Deutschland, trotz massiver Einsparungen in der jüngeren Vergangenheit, noch vergleichsweise gut dasteht, ist die Situation etwa in Großbritannien oder den USA deutlich angespannter. Die Krise dürfte die Diskussion um den Umgang mit Sparzwängen und etwa eine allgemeine Krankenversicherung (siehe USA) nun weiter vorantreiben. Fest steht: Gerade jene Länder, deren Gesundheitssystem durch Corona am Rande des Zusammenbruchs steht, werden in der Zukunft nachbessern – alleine schon, weil der politische Druck zunimmt.

In diesem Kontext enthält die Krise auch eine Lehre in Sachen Liberalisierung beziehungsweise Privatisierung im Gesundheitsbereich. Die

Pandemie erzeugt für einen vermutlich begrenzten Zeitraum in einem ganz spezifischen Bereich einen enormen Spitzenbedarf: in der Intensivmedizin mit Beatmungsgeräten. Man kann ökonomisch von rein marktwirtschaftlich agierenden Krankenhäusern (und das sind – völlig wertungsfrei – viele Kliniken nach den Privatisierungswellen der Vergangenheit) nicht erwarten, dass sie für solche – hoffentlich auch in Zukunft – sehr seltenen Ereignisse eine Art Vorratshaltung betreiben. Dies ist ein Bereich, wo ein „Marktversagen“ aus der Konstellation heraus mehr oder minder zwangsläufig ist. Die Konsequenz ist relativ klar und auch an anderen Stellen sichtbar: Dies ist ein Fall für den Staat und hier insbesondere die öffentliche Gesundheitsvorsorge – wie auch immer man das im Einzelnen umsetzt.

Pharma- und Biotech profitieren von Aufmerksamkeitschub

Profitieren dürften Branchen, die schon jetzt durch große Innovations-sprünge in der Krise auf sich aufmerksam machen: die Pharma- und Biotechindustrie sowie die Medizintechnik. Auf der einen Seite sorgen die Unternehmen durch verstärkte Entwicklungsaktivitäten dafür, dass immer mehr und immer schnellere Virustests zur Diagnose der Krankheit Covid-19 vorhanden sind. Auf der anderen Seite wird die Forschung nach Medikamenten und Impfstoffen enorm beschleunigt. Ein Beispiel sind etwa die Entwicklungen der beiden deutschen Biotech-Unternehmen CureVac und BioNTech sowie der US-Firma Moderna. Sie alle forschen schon länger an neuartigen Impfstoffen, die sich fundamental von jenen Ansätzen der Pharmariesen unterscheiden. Mit der Corona-Pandemie erhalten die Biotechs nun zum einen die entsprechende Aufmerksamkeit (und damit auch: finanzielle Mittel) sowie zum anderen, über die Möglichkeit der beschleunigten Zulassung, einen echten „Turbo“ für ihr Geschäft. Treiber dafür ist im Übrigen nicht allein die Tatsache, dass durch erhebliche staatliche Investitionen nun plötzlich mehr Geld zur Verfügung steht (siehe oben). Insbesondere der ökonomische Wettbewerb und also die Aussicht auf erhebliche zukünftige Gewinne sorgt für den potenzierten Innovationsanreiz.

These 9: Krisen zwingen zur Improvisation. Und Vieles was zunächst Improvisation war, wird dann auch als dauerhaft wertstiftend empfunden.

Flexibilität der Arbeit dürfte dauerhaft zunehmen

Das augenfälligste Beispiel ist wohl der sprunghafte, weil „erzwungene“ Anstieg der Home-Office-Nutzung. Millionen Arbeitnehmer in Deutschland arbeiten plötzlich von zu Hause aus. Und auch wenn viele bereits die Rückkehr ins Büro herbeisehnen, dürfte sich am Ende dennoch ein höheres Maß an Flexibilität verfestigen – gerade im Dienstleistungssektor. Langfristig könnte dies für Unternehmen etwa Auswirkungen auf die Ausgestaltung von Stellen im Allgemeinen, aber auch Bürokapazitäten haben. Arbeitnehmer könnten hingegen flexibler bei der Wohnortwahl werden, was wiederum die Nachfrage nach Wohnraum in Ballungszentren verringern und zu einer Entspannung auf dem teilweise überhitzten Immobilienmarkt führen würde.

Ähnlich improvisieren müssen seit Kurzem Schüler und Studierende weltweit. Die Schließung ihrer Bildungseinrichtungen führt zu einer wahren Explosion des Angebots an „Online-Education“. Wurden Videoportale schon zuvor als Ergänzung zum normalen Unterricht genutzt, sind digitale Kanäle nun ad hoc zum Bildungsmittler Nummer eins aufgestiegen. Zwar werden sie in Industrienationen den Schul- oder Unibesuch nicht (vollständig) ersetzen. Für Regionen mit schwacher Bildungsinfrastruktur könnten die nun hervorgebrachten Innovationen bei Technik und Inhalt aber für eine deutliche Verbesserung der Bedingungen sorgen. Dasselbe gilt für den Bereich der Telemedizin. Die Diagnose am (Bild-)Telefon ersetzt in Corona-Zeiten mehr und mehr den Arztbesuch. Durch einen Ausbau der Infrastruktur könnten auch hier insbesondere jene ländlichen Regionen profitieren, die zuvor unterversorgt waren.

Zugang zu Bildung und Medizin wird sich verbilligen

Wichtig: Sowohl im Bildungs- als auch im Medizinbereich war bisher durch Regulierung der Zugang effektiv beschränkt und knapp gehalten – die Preise blieben dadurch hoch. Die Krise könnte in beiden Bereichen dazu führen, dass staatliche Vorgaben gelockert werden und auch dadurch mehr Volumen zu niedrigeren Kosten zustande kommt.

These 10: Die mit Krisen häufig verbundene Zerstörung setzt im „Wiederaufbau“ Innovationspotenziale frei und beschleunigt den Einsatz bereits vorhandener Technologien.

Dabei schafft eben erst die schmerzhafteste Zerstörung den Freiraum, diese Potenziale überhaupt zu nutzen. Denn gelingt es einem Unternehmen, die wirtschaftliche Talsohle zu durchschreiten, also akute Nachfragerückgänge und damit verbundene Liquiditätsengpässe zu überstehen, stellt sich die Frage, wie der folgende Aufschwung optimal genutzt werden kann. Diese Entscheidung findet zwar nicht auf der sprichwörtlichen grünen Wiese, aber oftmals doch unter geringeren Zwängen als zuvor statt. So dürfte häufig deutlich stärker in (Automatisierungs-)Technologien investiert werden, die Effizienzsteigerungen ermöglichen und damit auch die Zukunftsfähigkeit des Unternehmens sicherstellen. Übertragen auf die aktuelle Situation bedeutet das: Insbesondere bei der (Lager-)Logistik oder anderen Robotics-Bereichen, aber auch bei Fertigungstechnologien wie dem 3D-Druck könnte es zu einer noch breiteren Anwendung bestehender Technologien und weiteren Innovationssprüngen kommen.

Hohe wirtschaftliche und gesellschaftliche Kosten stehen Potenzialen entgegen

Bei allem Potenzial, das mit Blick auf die Innovationsfähigkeit freigesetzt werden kann, darf eines nicht vergessen werden: Zunächst einmal verursacht die Krise immense volkswirtschaftliche und gesamtgesellschaftliche Kosten. Das betrifft die Bekämpfung des Gesundheitsnotstands, die durch die Eindämmungsmaßnahmen ausgelöste Rezession sowie die langfristigen Finanzierungskosten der staatlichen Stützungsprogramme gleichermaßen. Hinzu kommen mindestens kurzfristige Belastungen für Arbeitnehmer, die eben nicht nur aus temporären Effekten, wie etwa Kurzarbeit, sondern auch aus technologischen Innovationssprüngen entstehen. Und dennoch: Die krisenbedingte Grenzverschiebung eröffnet auch Chancen. Diese aufzuspüren und zu ergreifen hat nicht nur eine

hohe Relevanz für Gesellschaft und Wirtschaft im Allgemeinen, sondern auch den Kapitalmarkt im Besonderen. Denn Anleger profitieren von der Selektion und Finanzierung der besten Improvisations- und Innovationsideen in jedem Fall.

6 Geopolitik und Globalisierung

- *Die Corona-Krise wird die Blockbildung zwischen den USA und China eher verschärfen.*
- *Europa bringt das zunehmend in eine schwierige Lage – siehe das Beispiel Huawei. Wichtig ist, dass die EU sich nicht auseinanderdividieren lässt und mit gemeinsamer Stimme spricht.*
- *Nicht zu vergessen: Die asiatischen Wachstumsmärkte werden in der Krisenbewältigung eine wichtige Rolle spielen.*
- *Auch die durch die Krise offengelegten Schwächen der weltwirtschaftlichen Integration werden zu deutlichen Anpassungen auf der Produktions- und Absatzseite führen. Eine Rückabwicklung der Globalisierung erwarten wir aber nicht.*

„America first“ – spätestens seit Donald Trump mit diesem Slogan ins Weiße Haus eingezogen ist, ist die Globalisierung unter verschärfter Beobachtung. Im Mittelpunkt stand dabei in den letzten zwei Jahren die Handelspolitik der US-Regierung und hier insbesondere der Konflikt mit China. Im Januar dieses Jahres schlossen die beiden Großmächte dazu eine Art Waffenstillstandabkommen, aus heutiger Sicht ein fast schon skurriler Zeitpunkt. Denn mehr oder minder auf die Woche genau begann in China die Corona-Epidemie ihre negative Dynamik aufzunehmen. Beeinflusst der Umstand, dass das Virus vermutlich in China seinen Ursprung hat, die weitere Entwicklung des Verhältnisses zu den USA?

These 11: Die Corona-Krise wird den Konflikt zwischen den USA und China und die Tendenz zu einer neuen Blockbildung weiter verschärfen.

„Eigentlich“ hat das eine mit dem anderen nichts zu tun. Man mag den Chinesen vorwerfen, dass sie die Entwicklung des Virus in der Anfangsphase unterschätzt haben und deshalb zu spät zur einer transparenten Kommunikation übergegangen sind, aber von einer regelrechten Schuld an der Entstehung der Pandemie kann man wohl kaum sprechen. Nichtsdestotrotz dürfte es mehr sein als nur eine Laune von Donald Trump, dass die USA in Sachen Corona Stimmung gegen China machen und unter anderem demonstrativ vom „Wuhan-Virus“ sprechen. Dies wirkt schon für sich genommen unterschwellig konfliktverschärfend.

Corona liefert Nationalisten weitere „Munition“

Wichtiger aber ist: Die Corona-Krise liefert jeder Regierung, die grundsätzlich einen wirtschaftsnationalistischen Kurs verfolgt, zusätzliche Argumente – siehe dazu weiter unten. Die US-Regierung dürfte diese Option ziehen, denn: In den USA gibt es auch jenseits der populistischen

US-Regierung und ihrer Unterstützer einen breiten Konsens, dass der technologische Vormarsch Chinas gestoppt oder zumindest behindert werden sollte. Der so genannte Phase-1-Deal vom Januar, der „Waffenstillstand“, war – so die allgemeine Lesart – nur den nahenden Präsidentschaftswahlen geschuldet. Eine weitere Eskalation des Handelskonflikts hätte auch die USA Wachstum und Arbeitsplätze kosten können, das wollte Trump vor der Wahl nicht riskieren.

Handelskrieg zwischen den USA und China könnte wieder aufflammen

Die Corona-Krise hat nun dieses Kalkül obsolet gemacht. Erste Anzeichen für eine erneute Verschärfung gibt es: Die USA arbeiten offenbar konkret an Regeln, die China massiv beim Aufbau eines 5G-Netzes behindern würden – und damit aufgrund der zentralen Relevanz dieser Technologie für eine Vielzahl von Zukunftsentwicklungen das Rückgrat der chinesischen Ambitionen trafen. Eine heftige Gegenreaktion aus dem Reich der Mitte wäre bei Umsetzung dieser Regeln zu erwarten. Darüber hinaus werden die staatlichen Unterstützungsmaßnahmen in der Corona-Krise der US-Regierung in vielen Fällen die Möglichkeit geben, Einfluss auf regionale Produktionsentscheidungen zu nehmen oder „Made in USA“ sogar zur Bedingung zu machen. Viel Konfliktstoff.

Für Europa ist das alles andere als eine gute Nachricht, gerade angesichts der jüngsten Entwicklung. Vor allem aber macht die These einer (weiteren) Verschärfung des USA-China-Konflikts die Orientierung der EU sowohl politisch als auch wirtschaftlich mittelfristig extrem kompliziert. In diesem Kontext ist es alles andere als ein Zufall, dass China, nachdem es selbst bei der Bewältigung der Corona-Krise große Fortschritte gemacht hat, öffentlichkeitswirksame Unterstützung z.B. in Form medizintechnischer Unterstützung für Italien und andere Länder („Maskendiplomatie“) leistet. Man kann das durchaus so interpretieren, dass der Kampf um künftige Partnerschaften schon begonnen hat.

Orientiert sich Europa stärker in Richtung Asien?

Geostrategische bzw. sicherheitspolitische Aspekte ausgeklammert spricht tatsächlich einiges für die wirtschaftliche Orientierung Europas in Richtung Asien, da dort die wachsenden Absatzmärkte liegen und die strukturellen Produktionsschwächen Europas z.B. in der Digitaltechnologie überwiegend auch durch asiatische Anbieter gedeckt werden können. Es gibt allerdings Ausnahmen wie z.B. den High-End-Halbleiterbereich, wo die USA absolut dominierend sind – weshalb Europa extrem vorsichtig agieren muss. Zentral dabei ist in jedem Fall, dass sich Europa und insbesondere die EU-Länder nicht auseinanderdividieren lassen und mit einer einheitlichen Haltung in die sich abzeichnende Zerreißprobe gehen.

Es gibt eine enge Verbindung zwischen den Implikationen des USA-China-Konflikts und der übergeordneten Frage nach der weiteren Entwicklung der weltwirtschaftlichen Integration. Befeuert durch die protektionistischen Tendenzen der US-Regierung hatte schon vor längerem die Diskussion eingesetzt, ob das Rad der Globalisierung nun zurückgedreht wird, eine systematische De-Globalisierung bevorsteht. Die

Corona-Krise hat das Potenzial, hier wie ein Brandbeschleuniger zu wirken.

These 12: Die Corona-Krise wird die weltwirtschaftliche Integration deutlich verändern. Eine trendartige, systematische „De-Globalisierung“ wird es aber nicht geben.

Ganz generell ist der Umstand, dass die Globalisierung die Diffundierung eines Virus über den Erdball naturgemäß begünstigt, Wasser auf die Mühlen all derjenigen, die der weltwirtschaftlichen Integration skeptisch bis negativ gegenüberstehen. Zumindest überall dort, wo populistische Regierungen an der Macht sind oder es starke populistische Bewegungen gibt, könnte die aktuelle Entwicklung nationalen Abschottungspolitiken weiter Vorschub leisten. Dies ist aber eben nicht überall der Fall.

Internationale Wertschöpfungsketten dürften ein Stück weit „entzerrt“ werden

Im Mittelpunkt der ökonomischen Betrachtung stehen eher die internationalen Wertschöpfungsketten und damit die nüchternen Probleme globaler Vernetzung. Viele komplexe Produktionsprozesse sind in der ersten Phase der Corona-Krise faktisch zusammengebrochen, das wird auf den Prüfstand kommen und zwangsläufig Spuren hinterlassen: Mehr Redundanzen und weniger Effizienz werden ebenso die Folge sein wie staatlich verordnete Produktionsrückholung in einigen Bereichen und generell mehr Regulierung.

Für Unternehmen bleibt Effizienz entscheidend – strikte De-Globalisierung damit unwahrscheinlich

Nichtsdestotrotz werden die Unternehmen, solange der Staat sich nicht einmischt, kühl und pragmatisch an die Sache herangehen. Das Ergebnis der Überprüfungen wird von Fall zu Fall unterschiedlich sein, die Anpassungen werden spezifisch und selektiv ausfallen. In Summe mag daraus unter anderem ein gewisses Maß an „Repatriierung“ resultieren. Europäische Unternehmen könnten sich beispielsweise dazu entscheiden, lieber in Osteuropa als in Asien produzieren zu lassen, weil die Anfälligkeit für ein Krisenszenario wie die Corona-Krise zumindest etwas geringer ist. Aber solche Optimierungskalküle werden mal so, mal so ausfallen. Dass bisher weltweit agierende Unternehmen in der Breite radikal de-globalisieren, erscheint ebenso unwahrscheinlich wie dass Länder wie Deutschland oder Japan das politisch forcieren. Insofern: Zu Änderungen und einer gewissen Reduktion der weltwirtschaftlichen Integration, zu (rein ökonomisch betrachtet) weniger Effizienz und mehr Regulierung wird es kommen. Aber eine systematische, trendartige De-Globalisierung im Sinne weltumspannender Abschottungspolitiken erwarten wir weder auf der Produktions- noch auf der Absatzseite.

Ähnliches gilt im Übrigen für die Arbeitsmobilität: Die Grenzschließungen werden etwa den EU-Ländern (und UK) die wirtschaftliche Bedeutung freizügiger Arbeitsmärkte vor Augen führen. Bestes Beispiel ist, dass Deutschland einen partiellen Rückzieher bei der Aussperrung der Saisonarbeiter in der Landwirtschaft gemacht hat. Es mag gleichwohl sein, dass zum Beispiel EU-Länder mit illiberalen Regierungen oder starken rechtspopulistischen Tendenzen „verleitet“ sein könnten, die Mobilität innerhalb der EU zu behindern. Dies wäre im Lichte der

voraussichtlichen ökonomischen Herausforderungen nach der Krise ziemlich schädlich. Im Nachgang der Finanz- bzw. Staatsschuldenkrise war die Aufnahme von Südeuropäern durch den starken deutschen Arbeitsmarkt ein wichtiger Stabilisierungsfaktor. Das könnte auch diesmal so sein. Dieser Erkenntnis werden sich viele Staaten nicht verweigern.

7 Schlussbemerkungen

Die vorstehenden Kapitel haben einen ersten Eindruck davon vermittelt, wie vielschichtig und interdependent eine solche Krise wirken kann. Dabei ist dies, wohl bemerkt, nur ein Ausschnitt, der zudem in vielerlei Hinsicht stark verdichtet ist. Im Makrobereich haben wir beispielsweise – mit Ausnahme von China – die Folgen in den Schwellenländern ausgeklammert. Mögliche soziale und gesellschaftliche Auswirkungen, die Rückkoppelungseffekte in den ökonomischen Bereich haben können, haben wir ebenso wenig thematisiert wie Aspekte der Nachhaltigkeitsökonomie, die noch vor drei Monaten ganz oben auf der Aufmerksamkeitskala standen. Zumindest einige dieser Themen werden wir in weiteren Veröffentlichungen in den nächsten Wochen und Monaten aufgreifen.

Corona-Krise ist tiefer Einschnitt für Weltwirtschaft und Kapitalmärkte

Allein aber schon diese erste Bestandsaufnahme der mittelfristigen Wirkungen liefert Belege für die Vermutung, dass die Corona-Krise einen tiefen Einschnitt für die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte bedeuten wird. Die Wertentwicklung von Assets wird sich – wie nach nahezu jeder Krise – in den meisten Fällen nach einer gewissen Zeit erholen, wenn sie sorgfältig selektiert und diversifiziert waren. Aber die den Kapitalmärkten zugrundeliegenden ökonomischen und institutionellen Strukturen werden sich substantiell verändern – auch wenn wir auf aktueller Basis nicht von einem regelrechten Strukturbruch ausgehen würden. Der Wandel wird aber in jedem Fall groß genug sein, dass es im Bewusstsein der Marktakteure auch in einigen Jahren noch eine Zeit davor und eine Zeit danach – post Corona – geben wird.

Kontakt

Herausgeber: Union Investment Institutional GmbH
Weißfrauenstraße 7
60311 Frankfurt am Main
Deutschland
Telefon: +49 69 2567-7652
Fax: +49 69 2567-1616
institutional@union-investment.de
www.institutional.union-investment.de
www.union-investment.com

Research: Sandra Ebner
Marco Weber

Text: Dr. Jörg Zeuner
Dr. Heinz-Georg Palm
Janis Blaum

Rechtliche Hinweise

Dieses Dokument ist ausschließlich für professionelle Kunden vorgesehen. Alle Informationen in diesem Dokument stammen aus eigenen oder öffentlich zugänglichen Quellen, die für zuverlässig gehalten werden. Für deren Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit steht der Verfasser nicht ein. Eigene Darstellungen und Erläuterungen beruhen auf der jeweiligen Einschätzung des Verfassers zum Zeitpunkt ihrer Erstellung, auch im Hinblick auf die gegenwärtige Rechts- und Steuerlage, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Die Inhalte dieser Kundeninformation stellen keine Handlungsempfehlung dar, sie ersetzen weder die individuelle Anlageberatung durch die Bank noch die individuelle, qualifizierte Steuerberatung. Dieses Dokument wurde von Union Investment Institutional GmbH mit Sorgfalt erstellt, dennoch übernimmt Union Investment keine Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit. Union Investment übernimmt keine Haftung für etwaige Schäden oder Verluste, die direkt oder indirekt aus der Verteilung oder der Verwendung dieses Dokuments oder seiner Inhalte entstehen. Alle Index- bzw. Produktbezeichnungen anderer Unternehmen als Union Investment können urheber- und markenrechtlich geschützte Produkte und Marken dieser Unternehmen sein.

Stand aller Informationen, Darstellungen und Erläuterungen:
09.04.2020, soweit nicht anders angegeben.