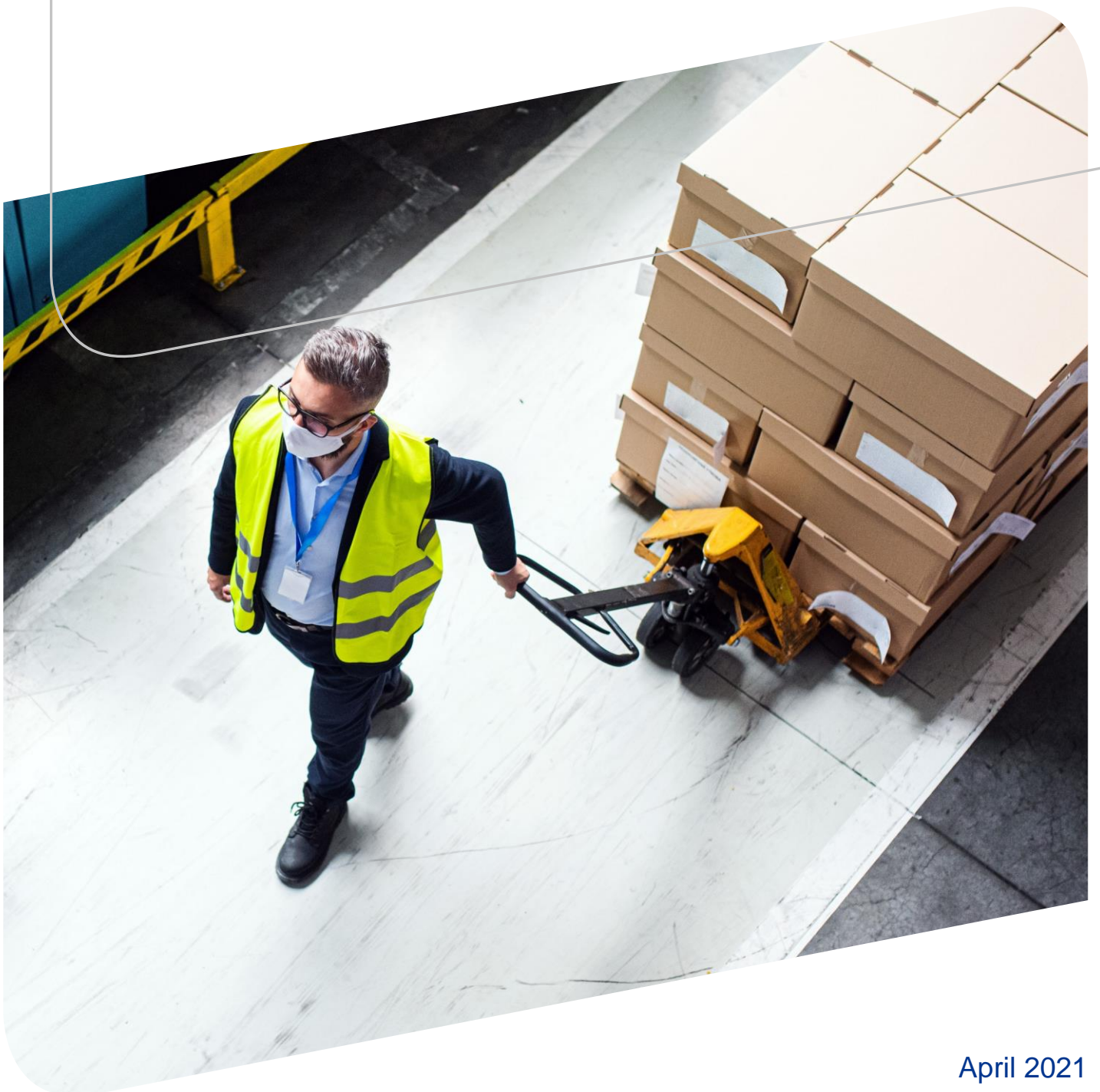
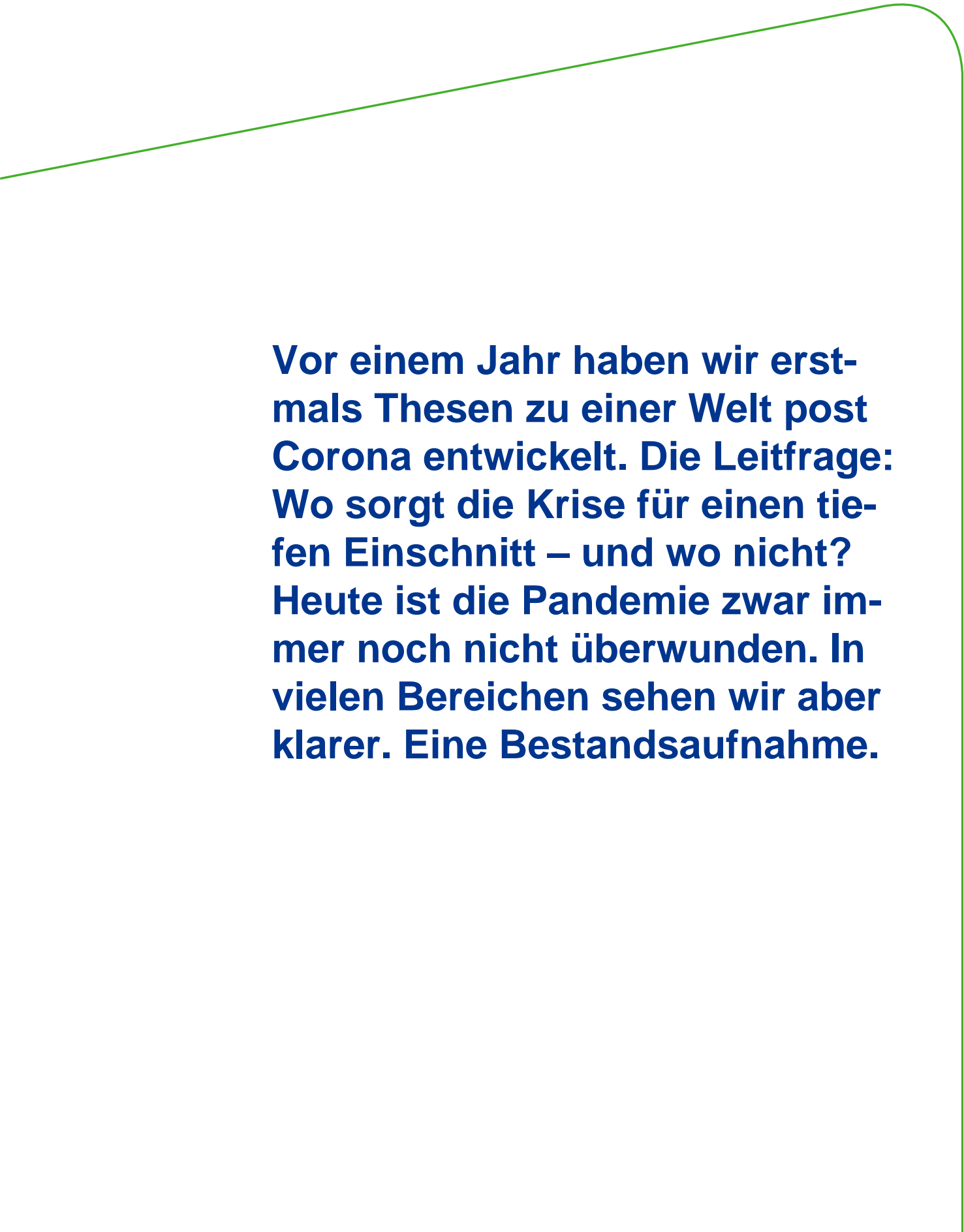


Corona-Thesen – ein Jahr später

Hat sich unser Blick auf zwölf Aspekte der Krise geändert?





Vor einem Jahr haben wir erstmals Thesen zu einer Welt post Corona entwickelt. Die Leitfrage: Wo sorgt die Krise für einen tiefen Einschnitt – und wo nicht? Heute ist die Pandemie zwar immer noch nicht überwunden. In vielen Bereichen sehen wir aber klarer. Eine Bestandsaufnahme.

Inhalt

1 Einleitung	4
2 Staatsverschuldung und Notenbanken	6
These 1 – stimmt: Die Monetisierung von Staatsschulden gewinnt an Akzeptanz. Ein Problem ist das vorerst nicht, vielmehr eine Notwendigkeit.	6
These 2 – stimmt, vor allem in Europa: Low for much longer – das Niedrig- bzw. Negativzinsumfeld ist nun erst recht zementiert.	8
These 3 – stimmt: 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?	10
3 Europa und die Kosten politischer Ambivalenz	11
These 4 – stimmt: Der Druck auf die EU zu mehr Integration und Solidarität wird nochmals steigen. Die Voraussetzungen für Fortschritte sind gemischt!	11
These 5 – stimmt eher nicht: Die Corona-Krise gibt den Briten einen Eindruck, wie ein harter Brexit wirken könnte. Vielleicht lässt sie das moderater werden.	13
4 Markt und Wettbewerb	14
These 6 – noch nicht absehbar: Es wird auch Insolvenzen profitabler Unternehmen geben. Die Herausforderung: Das sinkende Produktionspotenzial und die Nachfragesteuerung so ausbalancieren, dass Inflation oder Deflation vermieden werden.	14
These 7 – stimmt: Nach vielen Krisen werden die Starken noch stärker. Bei Corona gilt das vor allem für die Digitalunternehmen.	16
5 Entwicklungsschübe durch die Krise	17
These 8 – stimmt: Krisen legen Schwächen schonungslos offen. Sie setzen aber gleichzeitig auch besondere Energie für Innovationen frei.	17
These 9 – stimmt: Krisen zwingen zur Improvisation. Und Vieles was zunächst Improvisation war, wird dann auch als dauerhaft wertstiftend empfunden.	18
These 10 – abwarten: Die mit Krisen häufig verbundene Zerstörung setzt im „Wiederaufbau“ Innovationspotenziale frei und beschleunigt den Einsatz bereits vorhandener Technologien.	19
6 Geopolitik und Globalisierung	20
These 11 – stimmt: Die Corona-Krise wird den Konflikt zwischen den USA und China und die Tendenz zu einer neuen Blockbildung weiter verschärfen.	20
These 12 – stimmt: Die Corona-Krise wird die weltwirtschaftliche Integration deutlich verändern. Eine trendartige, systematische „De-Globalisierung“ wird es aber nicht geben.	22
7 Schlussbemerkung	23

1 Einleitung

Ziemlich genau ein Jahr ist es her, da bekam man langsam einen Eindruck der potenziellen Ausmaße von Covid-19 – sowohl mit Blick auf die medizinischen Dimensionen als auch auf Gesellschaft und Wirtschaft. Damals fragten wir uns, ob die globale Corona-Pandemie eine jener schweren Krisen sein wird, bei denen es in der Rückschau ein klar umrissenes „Davor“ und ein „Danach“ gibt. Und auch wenn Corona noch nicht überwunden ist, kann die Frage schon jetzt mit einem klaren „Ja“ beantwortet werden. Gesellschaftlich und ökonomisch gab und gibt es tiefe Einschnitte. Viele davon werden bleiben und das künftige Zusammenleben und Wirtschaften nachhaltig verändern, zum Teil auf globaler Ebene.

Zwischenfazit nach einem Jahr

In unserer [damaligen Veröffentlichung](#) hatten wir in zwölf Thesen unsere Erwartungen an die wirtschaftliche und wirtschaftspolitische Situation „Post Corona“ skizziert. Ein Jahr später wollen wir ein Zwischenfazit ziehen. In welche Richtung hat sich die Welt entwickelt? Wo lagen wir richtig, wo gab es Abweichungen, wo ist es für eine endgültige Bewertung noch zu früh?

Im vorliegenden Papier wiederholen wir kurz die aufgestellten Thesen. In der Folge diskutieren wir die bisher eingetretenen Entwicklungen, angepasste Erwartungen und schreiben zum Teil unsere ursprünglichen Thesen fort. Wir gehen dabei wieder in fünf thematischen Blöcken vor:

- Staatsverschuldung und Notenbanken
- Europa und die Kosten politischer Ambivalenz
- Markt und Wettbewerb
- Entwicklungsschübe durch die Krise
- Geopolitik und Globalisierung

In einigen Bereichen verweisen wir auf zwischenzeitlich von uns veröffentlichte Researchpapiere, die die angesprochenen Entwicklungen vertiefen.

Die Thesen im Überblick

Wo lagen wir richtig? Wo gab es Abweichungen?

These	Bewertung und Fortschreibung
<i>Staatsverschuldung und Notenbanken</i>	
These 1: Die Monetisierung von Staatsschulden gewinnt an Akzeptanz. Ein Problem ist das vorerst nicht, vielmehr eine Notwendigkeit.	Stimmt – und auch in der Post-Krisen-Zeit könnte das „Teamwork“ zwischen Währungshütern und Staatenkern bestehen bleiben.
These 2: Low for much longer – das Niedrig- bzw. Negativzinsumfeld ist nun erst recht zementiert.	Stimmt – vor allem in Europa. In den USA steigen die Renditen wieder und erste Zinserhöhungen sind zumindest in der Ferne sichtbar.

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?

Stimmt – im Gegensatz zu der Zeit nach der Finanzmarktkrise ist von Austerität aktuell wenig die Rede, ein schneller Ausstieg aus der expansiven Fiskalpolitik ist damit unwahrscheinlich.

Europa und die Kosten politischer Ambivalenz

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

Stimmt – der europäische Wiederaufbaufonds ist ein Paradebeispiel für Solidarität. Bei ihren Bürgern hat die Akzeptanz der EU durch die mindestens unglückliche Impfpolitik dennoch gelitten – Folgen ungewiss.

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

Stimmt eher nicht – Johnson blieb ebenso hart wie die EU. Aktuell werden die ökonomischen Konsequenzen des Brexits stimmungsmäßig zumindest teilweise von der erfolgreichen UK-Impfkampagne überdeckt.

Markt und Wettbewerb

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.

Noch nicht wirklich absehbar – bis dato verzerren in vielen Ländern Staatshilfen und die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht das Bild. Aber: Insolvenzen oder „Zombifizierung“ größerer Unternehmen dürften ebenso wenig ein beherrschendes Thema werden wie anhaltend erhöhte Inflationsraten.

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

Stimmt – Digitalisierung ist (und wird noch viel mehr) Trumpf. Auch am Kapitalmarkt.

Entwicklungsschübe durch die Krise

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

Stimmt – beim Thema Gesundheitssystem stehen wir aber noch am Anfang der Entwicklung.

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

Stimmt – und das Home Office ist erst der Anfang.

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

Abwarten. Das Potenzial ist in jedem Fall da: wirkt die Kombination vorhandener und neuer Technologien transformativ, winkt (endlich) ein höheres Produktivitätswachstum.

Geopolitik und Globalisierung

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

Stimmt – die Corona-Krise hat die Fronten zwischen den USA und China noch sichtbarer gemacht: Die beiden Nationen befinden sich im strategischen Wettbewerb um die globale Vormachtstellung.

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

Stimmt – resilientere Lieferketten und mehr Autarkie in kritischen Bereichen (Impfstoff) sind ein Thema. Das wahre Ausmaß ist aber noch nicht absehbar.

2 Staatsverschuldung und Notenbanken

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

Stimmt – und auch in der Post-Krisen-Zeit könnte das „Teamwork“ zwischen Währungshütern und Staatenlenkern bestehen bleiben.

Schon im Frühjahr 2020 wurde deutlich: Die staatlichen Ausgabenprogramme werden in Höhe und Konzentration vieles vorher Dagewesene in den Schatten stellen. Und nachdem die Auswirkungen der zweiten Corona-Welle diesseits wie jenseits des Atlantiks weitere Hilfspakete für Unternehmen und Bürger nötig machten, verwundert es wenig, dass auch die Staatsschuldquoten nochmal stärker zugelegt haben. Denn es stiegen nicht nur die Ausgaben der Krisenbewältigung, auch der Wirtschaftseinbruch – der „Nenner“ der Quotengleichung – war in einigen Ländern noch tiefer, als im April 2020 ohnehin befürchtet. So dürfte sich der Schuldenstand der USA zum Ende des vergangenen Jahres auf rund 127 Prozent des Bruttoinlandsprodukts belaufen haben, statt der in der Corona-Frühphase erwarteten 124 Prozent. In Italien ist die Quote laut Schätzungen des Internationalen Währungsfonds (IWF) sogar zwischenzeitlich auf knapp 156 Prozent in die Höhe geschneilt (Erwartung im April 2020: rund 147 Prozent). Deutschland steht dagegen besser da: Die Quote lag mit 69 Prozent sogar unter den prognostizierten 73 Prozent.

Im Gegensatz zum Alarmismus mancher Medien spricht gegenwärtig allerdings wenig dafür, dass die hohen Schuldenstände zu einem ernsthaften Problem werden. In der kurzfristigen Perspektive finanzieren zum einen die privaten Haushalte bereitwillig einen Großteil der staatlichen Nettokreditaufnahme. Die zusätzliche Ersparnis, die etwa aus dem erzwungenen

Große Rettungspakete gegen tiefe Wachstumseinbrüche

Aber: Hohe Schuldenstände sind (noch) kein Problem

Konsumverzicht bei personennahen Dienstleistungen resultiert, gelangt so teilweise zurück in den Wirtschaftskreislauf. Zum anderen haben insbesondere die Zentralbanken dafür gesorgt, dass die erhebliche Flut am Anleihemarkt zu niedrigen Zinsen und ohne große Verwerfungen über die Bühne gegangen ist.

Getreu ihrem Ziel, die Finanzierungsbedingungen locker zu halten, haben die Notenbanken also einen Teil der Emissionen refinanziert. Der Erfolg gibt ihnen recht: Die Renditen von Staatsanleihen etwa aus den USA, aus Deutschland und Italien liegen – trotz der jüngsten Anstiege vor allem in den Vereinigten Staaten – immer noch auf oder unter den Ständen von vor der Krise. Ungeachtet der erheblichen Schuldenaufnahme sind die Risikoaufschläge und damit die Refinanzierungskosten der Staaten nicht etwa gestiegen, sondern teilweise sogar gesunken.

Notenbanken unterstützen – und das ohne Inflation

Angewachsen sind hingegen die Zentralbankbilanzen: Allein die EZB hat im Zuge ihres Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) Anleihekäufe von bis zu 1,85 Billionen Euro in Aussicht gestellt. Die tatsächlichen Werte der Programme überschreiten unsere Prognosen aus dem April 2020 deutlich. So hat etwa die EZB ihr PEPP der Erstauflage im März bereits im Juni und dann nochmals im Dezember 2020 in Umfang und Länge erheblich ausgeweitet. Dennoch waren und sind sich Experten weitgehend einig: Die Stützung von Staaten, Unternehmen und Banken war absolut notwendig, um das Vertrauen in die Liquidität der verschiedenen Schuldner aufrecht und die Kreditkanäle offen zu halten. So wurde verhindert, dass „gesunde“ Produktionskapazität dauerhaft vernichtet wird und der Wirtschaft damit ein nahezu irreparabler Schaden entsteht. Gleichzeitig wurden Lohn- und Transfereinkommen gezahlt und Umsätze in den Unternehmen abgesichert – kurzum: die Nachfrage stabilisiert.

Ein von Kritikern allzu expansiver Notenbankpolitik in entsprechenden Situationen angeführtes, potenzielles Risiko hat sich bislang wieder nicht materialisiert: ein sprunghaftes Anziehen der Inflation im Vergleich zum Vorkrisenstand. Die Gründe dafür sind vielschichtig und komplex, wir haben sie Anfang des Jahres in einer separaten Veröffentlichung aufgearbeitet.¹ An dieser Stelle sei nur erwähnt, dass wir auch für die Zukunft – insbesondere im Euroraum – nur „Strohfeuereffekte“ aber keine anhaltenden Preissteigerungen erwarten. Viele strukturelle und eher preisdämpfende Entwicklungen (Stichwort: Digitalisierung) werden auch nach der Krise Bestand haben.

Marktmechanismen intakt: US-Renditen ziehen am langen Ende an

Und wie aktuell das Beispiel USA zeigt, sind die Marktmechanismen selbst bei der Aussicht auf steigende Preise weiter in Kraft – ein gutes Zeichen, auch für die Schuldentragfähigkeit. Denn anders als hier sorgt in den Vereinigten Staaten die Aussicht auf ein deutlich anziehendes Wirtschaftswachstum infolge der erfolgreichen Impfkampagne tatsächlich für zunehmende Inflationserwartungen. Der Markt rechnet mit früheren Zinserhöhungen durch die US-Notenbank, die Anleiherenditen steigen. Und all das passiert, ohne

¹ Details zu unserem kurz-, mittel- und langfristigen Inflationsbild siehe unser Papier [„Steigt sie oder steigt sie nicht? Inflationsrate nach der Corona-Pandemie“](#) aus dem Februar 2021

dass die Aktienmärkte in Mitleidenschaft gezogen werden. Mehr Wirtschaftswachstum (der „Nenner“ der Gleichung) lässt aber für sich genommen automatisch die Schuldenquoten sinken. Sorgt ein dynamischer Aufschwung also für Inflation, erhält plötzlich auch die Geldpolitik wieder Spielräume für Zinserhöhungen. Dass diese Entwicklung allerdings kein Selbstläufer ist, zeigt das Beispiel Japan: Wenig Wachstum und Inflation bedeuten eine zum Stillhalten verdamnte Notenbank und anhaltende Niedrigzinsen (siehe These 2).

Nebenwirkungen bleiben aus, „Teamwork“ von Geld- und Fiskalpolitik funktioniert

Mögliche, starke Nebenwirkungen der ultra-lockeren Geldpolitik blieben also bislang aus. Gleichzeitig lässt sich die Effektivität des Zusammenspiels von Staaten und Notenbanken nicht von der Hand weisen. Unsere These hat also weiterhin Bestand.

In der Zukunft müssen sich beide Seiten der „Schicksalsgemeinschaft“ allerdings noch einigen diffizilen Aufgaben stellen. Während die Zentralbanken den Schwenk in der Geldpolitik nicht zu früh und zu abrupt setzen dürfen (siehe These 2), sollten sich auch die Staaten nicht „überhastet“ von ihrer expansiven Fiskalpolitik verabschieden (siehe These 3). Beides würde am Kapitalmarkt deutliche Spuren hinterlassen und die Aussicht auf Wachstum durch Zukunftsinvestitionen schmälern.

Mit Blick auf die Enge der Zusammenarbeit zwischen Staaten und Notenbanken wird die spannende Frage sein, welche Strömung sich im Nachgang der Krise durchsetzen wird. Jene Gruppe, die die stärkere Unabhängigkeit der Notenbanken und Konzentration auf geldpolitische Ziele im engeren Sinne fordert? Oder jene, die das erfolgreiche „Teamwork“ von Währungshütern und Staatenlenkern als Blaupause für die Zukunft ansieht (Stichwort: Modern Monetary Theory)?

Fest steht: In Krisenzeiten ist die Stabilisierung der Rentenmärkte durch die Geldpolitik vor allem für die (Re-)Finanzierung von Staats- und Unternehmensschulden alternativlos. Für die Zeit nach Krise hat die Diskussion gerade erst begonnen.

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

Stimmt – vor allem in Europa. In den USA steigen die Renditen wieder und erste Zinserhöhungen sind zumindest in der Ferne sichtbar.

Wenig Wachstum + wenig Inflation = niedrige Zinsen

Vor dem Corona-Schock galt als Gleichung insbesondere in Europa: Wenig Wachstum + wenig Inflation = kein Spielraum für Zinserhöhungen. Die Krise ist noch lange nicht ausgestanden, aber dass sich die Gleichung nicht geändert hat, dürfte klar sein. Denn im bisherigen Verlauf der Pandemie schränkten temporär negatives Wachstum und zeitweise deflationäre Tendenzen den Spielraum der Notenbanken ein – beziehungsweise zwangen sie sogar zu weitreichenderen Maßnahmen als Zinssenkungen (siehe These 1). Inzwischen gibt es zum Teil wieder Wachstum (von deutlich niedrigerem Niveau) und zumindest in den USA erwartet der Markt auch wieder ein wenig echte Inflation (abseits von temporären Corona-Effekten) – weshalb es dort einen moderaten (wenn auch schnellen) Anstieg der langfristigen Nominalzinsen

gegeben hat. Die Bewegung ist dabei Ausdruck der beschlossenen Konjunkturpakete der Biden-Regierung. Sie erhöhen über die gesamtwirtschaftliche Nachfrage das Wachstum und schüren damit eben auch die Erwartungen an steigende Preise.

US-Renditen steigen, aber Fed dürfte weiter abwarten

Einen baldigen Zinsschritt der Fed leiten wir daraus zwar nicht ab. Die zyklischen Inflationskräfte sind (noch) zu wenig ausgeprägt. Im Gegensatz zum Markt, der die erste Anhebung des Leitzsatzes schon für das kommende Jahr einpreist, erwarten wir den Zinsschritt erst Ende 2023 oder Anfang 2024. Klar ist aber auch: Für die Fed gibt es inzwischen einen abzusehenden Pfad, denn die Wirtschaft erholt sich voraussichtlich schnell von der Corona-Delle. Schlussendlich führt die Pandemie zumindest in den Vereinigten Staaten nicht zu einer noch längeren Phase extrem niedriger Zinsen.

Europa strukturell im Nachteil – EZB mit geringem Spielraum

Dagegen dürfte die Situation in Europa festgefahren bleiben. Seit der Staatsschuldenkrise 2011/2012 kannten die Leitzinsen nur eine Richtung: nach unten. Seit fünf Jahren liegen sie bei null Prozent. Das ist zum einen Ausdruck des insgesamt eher anämischen Wachstums, zum anderen aber der weiterhin großen Heterogenität innerhalb der Eurozone. Nach dem Motto: Irgendwo schwächelt eigentlich immer ein Land. Hinzu kommen weitere strukturelle Faktoren, von denen Europa stärker betroffen ist als die USA. Beim Thema Demographie ist der „alte Kontinent“ inzwischen deutlich weiter auf dem Pfad der „Japanisierung“ vorangeschritten als es die (bezüglich der Altersstruktur) vergleichsweise jungen Vereinigten Staaten sind. Und das Beispiel Nippon zeigt, dass die (Über-)Alterung der Gesellschaft und damit auch der Arbeiterschaft mit geringen Wachstumsraten und dauerhaft niedrigen Zinsen einhergeht.

Dreh- und Angelpunkt – und seit jeher zentrale Steuerungsgröße der Notenbanken – bleibt dabei die Inflation. In Japan und auch in Europa gab und gibt es schon seit langem keine oder nur wenig davon. Die vergleichsweise geringe Dynamik der Wirtschaft lässt kein deutliches Anspringen der Inflationserwartungen zu.

Bei der EZB dürfte der erste Zinsschritt daher noch länger auf sich warten lassen. Genauso wie wir, beurteilt sie die aktuellen Ausschläge der Teuerung in einzelnen europäischen Ländern als temporär. In ihren aktuellen Projektionen wird noch 2023 eine Inflationsrate auf dem aktuellen Niveau von 1,4 Prozent erwartet. Auch höheres Wachstum übersetzt sich im Euroraum – aufgrund der beschriebenen strukturell dämpfenden Effekte und der weniger ausgelasteten Kapazitäten – nicht in eine sich beschleunigende Teuerung. Der EZB sind damit die Hände gebunden, die Niedrigrenditen (zumindest bei kurzlaufenden Anleihen) damit zementiert. Obwohl das Vorkrisenniveau im Output wohl auch in Europa zum Jahreswechsel wieder erreicht wird hat die Pandemie hier recht eindeutig dazu geführt, dass eine Normalisierung der Geldpolitik noch etwas weiter in der Zukunft liegt als dies ohne Corona der Fall gewesen wäre.

Aber: Niedriger Leitzins ≠ für immer niedrige Renditen

Dennoch zeigen die aktuellen Entwicklungen: Nur weil die Notenbanken an den Märkten auf absehbare Zeit präsent bleiben, ist die Renditeentwicklung keine Einbahnstraße. Einflussfaktoren abseits der Geldpolitik, etwa aus

Richtung der (Fiskal-)Politik, können je nach Konstellation durchaus eine Wirkung haben, wie das US-Beispiel zeigt.

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?

Stimmt – im Gegensatz zu der Zeit nach der Finanzmarktkrise ist von Austerität aktuell wenig die Rede, ein schneller Ausstieg aus der expansiven Fiskalpolitik ist damit unwahrscheinlich.

Corona-Krise als Startschuss für Zukunftsthemen

Auch wenn dies aktuell zurecht nicht im Mittelpunkt der öffentlichen Wahrnehmung steht: Die Corona-Krise könnte mit einigen Jahren Abstand auch als echter Startschuss für die aktivere Förderung von Zukunftsthemen im Gedächtnis bleiben. Denn obwohl vielerorts die Budgets extrem angespannt sind, verknüpfen viele Staaten und Staatenbünde ihre Wirtschaftshilfen mit Strukturreformen und Zukunftsinvestments. Beispiel Europäische Union: Inclusive des mehrjährigen Finanzrahmens nimmt die EU rund 1,8 Billionen Euro in die Hand, um die Herausforderungen der Corona-Krise anzugehen. Schon im über 750 Milliarden Euro schweren, befristeten Aufbauinstrument „NextGenerationEU“ sollen nicht nur die Auswirkungen der Pandemie auf Wirtschaft und Gesellschaft abgefedert werden. Explizit sollen laut den Leitlinien des Programms „Wirtschaft und Gesellschaft in Europa nachhaltiger und krisenfester werden und besser auf die Herausforderungen und Chancen des ökologischen wie digitalen Wandels vorbereitet sein.“ Darüber hinaus stehen Forschung und Innovation, Digitalisierung und insbesondere der Klimaschutz im Fokus der mehrjährigen Maßnahmen. Fast 30 Prozent der Mittel fließen künftig in vielfältige Projekte zur Bekämpfung des Klimawandels – so viel wie noch nie innerhalb eines EU-Haushalts. Damit zeigt sich, dass dieses „Megathema“ nur kurzfristig hinter die akute Pandemie-Bewältigung getreten ist.

Ähnliche Entwicklungen gibt es in Deutschland, wo rund 50 Milliarden des ursprünglich auf 130 Milliarden Euro angelegten Konjunkturpakets in Zukunftsprojekte wie die Wasserstoffwirtschaft, Quantentechnologien und Künstliche Intelligenz fließen sollen. Und schließlich enthält auch das von Joe Biden forcierte, bis zu 2 Billionen US-Dollar schwere Infrastrukturprogramm eine erhebliche Zukunftskomponente.

Lehre aus Finanz- und Staatsschuldenkrise: (Noch) keine Austeritätsdebatte

Abgesehen von bereits verabschiedeten Fiskalpaketen gibt es auch wenig Anzeichen dafür, dass die westlichen Staaten kurzfristig aus der expansiven Haushaltspolitik aussteigen werden. Dies steht in deutlichem Kontrast zum Fokus auf Haushaltskonsolidierung, der im Nachgang der Finanz- und Staatsschuldenkrise die Diskussion in der EU dominierte (Austeritätsdebatte). Das liegt nicht allein daran, dass die Corona-Krise auch wirtschaftlich noch nicht ausgestanden ist und die Befürchtung besteht, ein zu frühes „Runterfahren“ der staatlichen Programme könnte die Erholung abwürgen. Wie oben bereits erwähnt, ist bei einer steigenden Zahl von Ökonomen und Politikern eine veränderte Grundhaltung zu (schuldenfinanzierten) Staatsausgaben zu konstatieren.

Dazu passt, dass wieder vermehrt über die Anpassung oder Abschaffung von Regeln wie der deutschen Schuldenbremse oder dem europäischen Stabilitäts- und Wachstumspakt (Maastricht-Kriterien) diskutiert wird.² Der Punkt ist dabei weniger, dass diese Regeln aktuell und vermutlich auch in den nächsten Jahren nicht eingehalten werden können. Vielmehr wirkt die Corona-Krise als Katalysator für eine Frage, die schon vorher im Raum stand: Wie kann man sinnvolle staatliche Investitionen und Haushaltspolitik besser ausbalancieren als dies in der EU im Zeitraum ab 2012 der Fall war. Selbst in Deutschland – von Staaten wie Italien ganz zu schweigen – sind in dieser Phase durch das Diktum der „schwarzen Null“ viele wachstumsfördernde staatliche Infrastrukturinitiativen unterblieben oder zu klein ausgefallen. An manchen Stellen hat die Corona-Krise genau dies als Schwäche bloßgelegt – Beispiel Digitalisierung.

3 Europa und die Kosten politischer Ambivalenz

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

Stimmt – der europäische Wiederaufbaufonds ist ein Paradebeispiel für Solidarität. Bei ihren Bürgern hat die Akzeptanz der EU durch die mindestens unglückliche Impfpolitik dennoch gelitten – Folgen ungewiss.

Die regionale Vielschichtigkeit der Auswirkungen der Corona-Krise hat sich in den Monaten nach der ersten Welle nochmals verschärft: Ja, einerseits ist die Krise eine Art „Gleichmacher“, da sie kein Land verschont hat. Allerdings gibt es auch eine klare Spaltung, die sich von den traurigen Todeszahlen über die wirtschaftlichen Schäden bis hin zum unterschiedlichen Verständnis von Solidarität erstreckt.

Krise trifft Länder unterschiedlich hart

Schaut man auf das Aggregat, dürfte die Wirtschaft im Euroraum 2020 um 6,8 Prozent geschrumpft sein. Doch darin stecken enorme Unterschiede: Während in Deutschland das BIP um 5,3 Prozent zurückgegangen ist, stehen in Frankreich (-8,2 Prozent), Italien (-8,9 Prozent) und Spanien (-11,0 Prozent) deutlich stärkere Einbrüche zu Buche. Ausdruck vor allem der unterschiedlichen Wirtschaftsstruktur einzelner Länder: hier das nur in der ersten Welle betroffene verarbeitende Gewerbe (das vor allem auch von der schnellen Erholung von China profitiert), dort der Fokus auf den seit über einem Jahr mehr oder weniger stillstehenden Tourismus. Zwar sollte die Aufholbewegung in den besonders stark gebeutelten Ländern dynamischer sein. Dennoch dürfte – abseits der Basiseffekte – netto ein starker und länger anhaltender Verlust an wirtschaftlicher Substanz bleiben.

Impfstoffbeschaffung und -verteilung Paradebeispiel europäischer Solidarität...

Bei aller politischen Spaltung wie den Grenzschließungen zu Beginn der Pandemie und dem weiter steigenden Gewicht populistischer Strömungen (nicht nur in Polen und Ungarn) gibt es mit dem Thema Impfstoffbeschaffung aber

² Siehe bspw. Olivier Blanchard, Álvaro Leandro und Jeromin Zettelmeyer – Schafft die Schuldenregeln ab! <https://www.zeit.de/wirtschaft/2021-02/eu-stabilitaetspakt-schulden-reform-fiskalregeln>

eigentlich auch ein Paradebeispiel für gelebte europäische Solidarität. Die EU trat als *ein* starker Akteur bei den Preis- und Lieferverhandlungen mit den Anbietern auf. Pro Kopf erhalten alle Länder dieselbe Anzahl an Impfdosen. Eine innereuropäische Konkurrenz mit entsprechenden medizinischen und konjunkturellen Divergenzen ist damit praktisch ausgeschlossen. Umso unglücklicher ist es daher, dass die EU-Institutionen – zumindest in der durch Politiker und Medien geschürten Wahrnehmung vieler Bürger – dieses eigentlich vorbildliche Vorgehen durch ihr von vielen als zu zögerlich und zu bürokratisch empfundenes Handeln ein Stück weit „entwertet“ haben. Am Ende werden zwar alle Europäer synchron geimpft, im internationalen Vergleich heißt das aber eben: ähnlich langsam. Das Vertrauen in die europäischen Institutionen und die Vorteile eines gemeinsamen europäischen Weges dürfte dadurch gelitten haben.

...aber Umsetzung
sorgt für Unmut

Wiederaufbaufonds
als Paradigmenwechsel
europäischer
Fiskalpolitik

Dennoch gibt berechtigte Hoffnung auf eine fortschreitende Integration von EU und insbesondere Euroraum, die auch am Kapitalmarkt goutiert wird: Der Europäische Wiederaufbaufonds ist nicht nur ein Paradigmenwechsel, sondern ein echter Meilenstein in der europäischen Fiskalpolitik. Zum einen, weil mehr als die Hälfte der 750 Milliarden Euro nicht als Kredite, sondern in Form von Zuschüssen ausgereicht werden, die eben nicht zurückgezahlt werden müssen. Zum anderen, weil die EU die erforderlichen Gelder erstmals direkt über die Kommission am Kapitalmarkt aufnimmt. Bei der Premiere der sogenannten „Social Bonds“ mit einem Nennwert von 17 Milliarden Euro gingen im Herbst 2020 Investoren-Gebote in Höhe von gut 233 Milliarden Euro ein. Folgeemissionen waren ebenfalls bis zu zehnfach überzeichnet – und das trotz zumeist klar negativer Renditen. Während die zehnjährige EU-Anleihe aktuell negativ rentiert, muss Italien etwa +0,7 Prozent für eine Schuldenaufnahme gleicher Laufzeit bezahlen. Das zeigt deutlich: Eine Schuldenaufnahme auf supranationaler Ebene kann für viele Staaten die Finanzierungsbedingungen klar verbessern.

Krisenmaßnahmen
Blaupause für
Zukunftsinvestitionen?

Schon werden Rufe laut, dass diese Instrumente auch für künftige EU-Investitionsprogramme, etwa zur Bekämpfung des Klimawandels, genutzt werden sollten. Am Ende stünde eine dauerhafte fiskalpolitische Integration und eine de facto „Staatswerdung“ der EU. Der deutsche Finanzminister Scholz sprach im Zusammenhang mit der gemeinsamen Schuldenaufnahme der EU schon von einem „Hamilton-Moment“ in Anlehnung an die Gründung der Vereinigten Staaten von Amerika (durch die Übernahme der Schulden der Einzelstaaten auf das Buch des Bundes unter ihrem ersten Finanzminister Alexander Hamilton).

Doch der Weg dahin ist noch weit. So haben die sogenannten „Frugal Five“ aus Österreich, den Niederlanden, Schweden, Finnland und Dänemark klar gemacht, dass sie den Wiederaufbaufonds als ein einmaliges Instrument in einer Sondersituation sehen. Und auch das noch ausstehende Urteil des deutschen Bundesverfassungsgericht dürfte sich mit den Voraussetzungen für eine dauerhafte Einrichtung befassen und diese ohne eine Änderung der europäischen Verträge möglicherweise nicht zulassen.

Positiv ist aber, dass die EU überhaupt am Scheideweg zu einer stärkeren fiskalpolitischen Integration steht. Exemplarisch für den Prozess, den die Corona-Krise in Gang gesetzt hat, ist auch die Haltung von Deutschland. Lange hatte die Bundesrepublik gemeinsame Schulden kategorische abgelehnt.

Für den künftigen fiskalpolitischen Kurs der EU wird nun entscheidend sein, was mit den über den Wiederaufbaufonds ausgereichten Geldern in Italien und auch Frankreich passiert. Die Bereitschaft der nordeuropäischen Länder zu einer langfristigen fiskalpolitischen Integration wird maßgeblich davon abhängen, ob die Gelder dazu genutzt werden, um Reformen durchzusetzen, zukunftsweisende Investitionsprojekte zu implementieren und so Wachstumspotenziale zu heben.

Bezogen auf Italien, das mit einem voraussichtlichen Betrag von über 200 Milliarden Euro der größte Profiteur des Wiederaufbaufonds ist, stehen die Zeichen zum aktuellen Zeitpunkt gut: Mario Draghi setzt mit seinem Kabinett und seinem Politikansatz die richtigen Akzente. Jetzt kommt es auf die genaue Umsetzung an.

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

Stimmt eher nicht – Johnson blieb ebenso hart wie die EU. Aktuell werden die ökonomischen Konsequenzen des Brexits stimmungsmäßig zumindest teilweise von der erfolgreichen UK-Impfkampagne überdeckt.

Seit dem 1. Januar 2021 ist es nun tatsächlich soweit: Nach dem Austritt aus der EU im Januar 2020 ist Großbritannien nun auch nicht mehr Teil des EU-Binnenmarkts und der Zollunion. Vorausgegangen war ein weiteres Jahr der Übergangszeit voller Verhandlungsrunden, Schuldzuweisungen und der Suche nach Kompromissen. Das Ergebnis, das noch nicht vollständig ratifiziert ist, ist nun ein rudimentäres Handelsabkommen, das zumindest die meisten Streitfragen adressiert. So sollen etwa grundsätzlich keine bilateralen Einfuhrzölle zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU erhoben werden. Die bisherige Freizügigkeit entfällt hingegen. Die Ein- und Ausreise ist nur noch mit einem Pass möglich, gleichzeitig begrenzt Großbritannien die Zuwanderung aus der EU – etwa für Geringqualifizierte.

Die Unsicherheit über den neuen Status, aber insbesondere auch die Corona-Pandemie, die Großbritannien härter traf als das europäische Festland, sorgten für einen historisch tiefen Einbruch der Wirtschaft auf der Insel. Um 9,9 Prozent ging das BIP im vergangenen Jahr zurück. Nach (allerdings schwer vergleichbaren) Daten der Bank of England war es der stärkste Rückgang seit 1709, als das Land unter dem „Großen Frost“ litt.

War (und ist) die Corona-Krise ein Vorgeschmack auf einen harten Brexit, wie wir vor Jahresfrist erwartet hatten? In jedem Fall deutet sich an, dass die gefundene Lösung keine besonders „softe“ ist: Britische Exporte nach Deutschland gingen im Januar und Februar 2021 um fast 40 Prozent zurück. Deutsche Ausfuhren nach Großbritannien brachen um rund 20 Prozent gegenüber

Brexit-Unsicherheit belastet Handel stark

dem Vorjahreszeitraum ein. Sicherlich hinkt der Vergleich etwas (Pre-Corona vs. Mitten in der Krise). Blickt man auf die -15,5 Prozent, die die deutschen Exporte nach Großbritannien im Gesamtjahr 2020 zurückgegangen waren, dürfte der Jahresanfang dennoch auch eine gute Portion Post-Brexit-Unsicherheit abbilden. Denn: Viele Regeln sind noch gar nicht richtig ausverhandelt.

Zumindest in einem Punkt dürften sich die „Brexiters“ allerdings bestätigt sehen: Im Gegensatz zu so manchem LKW vor der Zollabfertigung rollt die britische Impfkampagne wie auf Schienen. Während die EU noch diskutiert (und nur schleppend impft), wird in Großbritannien fleißig immunisiert. Das ist nicht nur gut für die Gesundheit auf der Insel, sondern auch für die Wirtschaft. Frühere Öffnungen bedeuten auch ein schnelleres Anspringen der Konjunktur. Und damit könnte so mancher Nachteil aus den Brexit-Verhandlungen überdeckt werden.

4 Markt und Wettbewerb

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.

Noch nicht wirklich absehbar – bis dato verzerren in vielen Ländern Staatshilfen und die Aussetzung der Insolvenzantragspflicht das Bild. Aber: Insolvenzen oder „Zombifizierung“ *größerer* Unternehmen dürften ebenso wenig ein beherrschendes Thema werden wie anhaltend erhöhte Inflationsraten.

Wir hatten vor einem Jahr drei verschiedene Typen möglicher Insolvenzen beschrieben:

- Firmen, die schon vor der Krise schwach profitabel waren und nur durch die günstigen Finanzierungsbedingungen der vergangenen Jahre überlebt haben, werden vom Markt verschwinden. Staatliche Unterstützungen werden diesen „Bereinigungsprozess“ abschwächen und verzögern, aber nicht verhindern.
- „Unfälle“: Prinzipiell „gesunde“ Mittelständler oder Großunternehmen, die nicht rechtzeitig ausreichend Unterstützung erhalten, insbesondere in Ländern mit weniger umfangreichen Stützungsprogrammen.
- Klein- und Kleinstunternehmen, die keine oder in Relation zu ihren Umsatzausfällen zu wenig Unterstützung erhalten und keine ausreichenden Reserven haben.

Diese Dreiteilung passt auch aus heutiger Sicht. Wirklich abzusehen ist eine breit angelegte Pleitewelle allerdings noch in keinem der Fälle. Gründe hierfür sind die verschiedenen staatlichen Hilfsprogramme sowie – ganz praktisch gesprochen – die in Deutschland bis mindestens Ende April weiterhin ausgesetzte Insolvenzantragspflicht.

Für die betroffenen Unternehmen stellt die Pandemie einen vorübergehenden und je nach Sektor unterschiedlich lange anhaltenden Schock dar. Die staatlichen Stützungsmaßnahmen erfüllen daher den Zweck, die Ertragslage der Firmen während der Phase der pandemiebedingten Einschränkungen zu stabilisieren. Sobald sich das Umfeld wieder normalisiert sollte sich auch die Ertragsentwicklung wieder verbessern.

Dies wird für die breite Masse der Unternehmen gelten beziehungsweise gilt für einige Branchen schon jetzt, da die direkten Auswirkungen der Pandemie stark auf einzelne kontaktintensive Sektoren, insbesondere aus dem Dienstleistungsbereich, beschränkt sind. Das Verarbeitende Gewerbe hat sich nach anfänglichen Schwierigkeiten und temporären Unterbrechungen der Lieferketten vergleichsweise gut mit der aktuellen Situation arrangiert.

Pleitewelle vor allem in kontaktintensiven Sektoren erwartet

In den am stärksten von den Einschränkungen betroffenen Sektoren (Gastronomie, Freizeit) dürfte dann aber ein deutlicher Anstieg der Unternehmensinsolvenzen unumgänglich sein. Zum einen hat sich die ausgefallene Nachfrage nicht einfach aufgestaut (drei ausgelassene Friseur-Besuche werden trotzdem nur durch einen ersetzt). Zum anderen ist nicht davon auszugehen, dass die Kontaktbeschränkungen mit dem Ende der Impfkampagne komplett beendet werden. In vielen Fällen wird die Nachfrage auch lange nach der Krise auf geringeren Niveaus verharren. Diese Situation dürfte für zahlreiche Betriebe nach dem Auslaufen der staatlichen Stützungsmaßnahmen nicht auf Dauer tragbar sein. Eine Insolvenz vom oben genannten Typ 3 wäre die Folge.

So tragisch eine solche Entwicklung für die betroffenen Unternehmen und Mitarbeiter sein wird, am Kapitalmarkt werden diese Arten des Konkurses zu keinen nennenswerten Verwerfungen führen. Der hauptsächlich betroffene Teil des Dienstleistungssektor ist stark von kleinen Betrieben dominiert – und diese finanzieren sich üblicherweise eher über Banken als über die Börse.

Große „Insolvenz-Unfälle“ unwahrscheinlich

Näher am Kapitalmarkt sind da schon die „Unfälle“ (Typ 2), sofern sie börsenfinanzierte Großunternehmen betreffen. Allerdings halten sich auch hier die Insolvenzen stark in Grenzen. Das liegt zum einen daran, dass der Staat bei akuten Liquiditätsengpässen den betroffenen Unternehmen eben doch schnell zur Seite gesprungen ist. Zum anderen konzentrieren sich die Probleme auf einzelne, klar abzugrenzende Wirtschaftszweige (Luftfahrt, Touristik) mit nur geringen Risiken für eine Ansteckung des Gesamtmarkts.

Stärker wirken könnte da schon eine potenzielle, breite „Zombifizierung“ von Unternehmen. Firmen, die eigentlich nicht mehr ökonomisch arbeiten, aber durch günstige Kredite am Leben gehalten werden. Diese Gefahr besteht vor allem für jene Unternehmen, die schon vor der Krise mit dem Strukturwandel zu kämpfen hatten. In vielen Bereichen wurde dieser Umbruch noch einmal beschleunigt. Der stationäre Einzelhandel bekommt die starke Online-Konkurrenz zu spüren, private Wohnungsvermieter machen den Hotelketten Druck und klassische Medienunternehmen werden von Streaming-Anbietern überholt.

Im Zuge dieser Entwicklungen in Schieflage geratene Firmen werden nach der Krise nicht zwangsläufig insolvent sein, vor allem auch dank des anhaltenden Niedrigzinsumfelds. Aber sie werden vermutlich nach der Krise höher verschuldet sein als zuvor. Damit dürfte es noch schwieriger werden, die notwendigen Zukunftsinvestitionen zu tätigen, um den Anschluss nicht noch weiter zu verlieren.

„Zombies“ nur punktuell problematisch

Die Gefahr ist, dass diese „Zombie-Unternehmen“ zu einer Belastung für die „guten“ Konzerne werden, da sie für Überkapazitäten sorgen und das gesamtwirtschaftliche (Produktivitäts-)Wachstum hemmen. Das Problem ist dabei weniger, dass gute Unternehmen deshalb kein Kapital bekommen – Liquidität ist ausreichend vorhanden. Vielmehr bekommen schlechte Unternehmen gemessen am Risiko ihr Kapital zu günstig.

Möglicher Ansatzpunkt ist allerdings nicht, die Zinsen zu erhöhen, denn dies hätte eben auch negative Auswirkungen auf die gesunden Unternehmen. Für den Kapitalmarkt ist hingegen entscheidend, jene Kombinationen aus schwache Firmen und schwächelnden Banken herauszufiltern, um eine breitere Ansteckung auszuschließen. Hier unterstützen schärfere Vorgaben des Regulierers: Zum einen würde das Bankensystem weiter stabilisiert, zum anderen würden ineffiziente und unrentable Unternehmen nicht länger künstlich am Leben gehalten. Das hilft sowohl dem Investor (Stichwort: unangemessene Entlohnung für eingegangenes Risiko) als auch den gesunden Unternehmen und der Gesamtwirtschaft, da so das Produktivitätswachstum nicht stärker belastet würde.

Keine anhaltenden Preiskapriolen erwartet

Zu langfristigen Preiskapriolen dürften diese Entwicklungen hingegen nicht führen. Ja, die Corona-Krise ist ein (vorübergehender) Nachfrage- und Angebotsschock. Temporäre Veränderungen von (relativen) Preisen haben sich bereits materialisiert, sie wird es auch weiterhin geben. In Bereichen, in denen sich die Wirtschaftsstruktur verändert (auch durch die angesprochenen Insolvenzen), kann es auch zu langfristigen Preisausschlägen nach oben und unten kommen. Der Nettoeffekt auf die gesamte Inflation dürfte aber – zumindest im Euroraum – moderat ausfallen.³

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

Stimmt – Digitalisierung ist (und wird noch viel mehr) Trumpf. Auch am Kapitalmarkt.

Um den Siegeszug der „Big-Tech“-Unternehmen nachzuvollziehen, genügen zwei Zahlen: Fast 50 Prozent legte der auf Technologie-Aktien fokussierte US-Index Nasdaq 100 im Krisenjahr 2020 zu. Und: Acht von zehn der nach Marktkapitalisierung wertvollsten Unternehmen der Welt kommen inzwischen aus dem Technologie-Bereich. Neben den klassischen Digital-Konzernen Apple, Microsoft, Alphabet (Google), Facebook und Tencent sowie den

³ Details zu unserem kurz-, mittel- und langfristigen Inflationsbild siehe unser Papier „[Steigt sie oder steigt sie nicht? Inflationsrate nach der Corona-Pandemie](#)“ aus dem Februar 2021

„Big Tech“ hat Krise
zum Ausbau der
Marktposition genutzt

Online-Retailern Amazon und Alibaba begreift sich auch Tesla eher als ein Unternehmen, das ein „Smart-Device auf Rädern“ baut denn als traditionellen Autohersteller.

Besonders gut zeigt sich der Krisengewinn aber natürlich bei Amazon. Der Online-Händler war quasi überhaupt nicht vom Shutdown betroffen. Im Gegenteil: Weil stationäre Konkurrenz ausfiel, kauften (und kaufen) immer mehr Menschen im Netz. Andere „Big-Techs“ wie Apple hatten zwar kurzfristig mit Problemen zu kämpfen. Sie traf die Schließung der Stores ebenso wie Friktionen in den globalen Lieferketten. Am Ende war 2020 aber auch für den iPhone-Hersteller ein Erfolgsjahr: Allein im Weihnachtsquartal 2020 setzte der Konzern mit 111 Milliarden US-Dollar rund 21 Prozent mehr um als im Vorjahr. Der Gewinn kletterte um 29 Prozent auf knapp 29 Milliarden US-Dollar. Gleichzeitig bleibt die „Kriegskasse“ prall gefüllt. Auf rund 200 Milliarden US-Dollar Reserven konnte das Unternehmen zum Jahresende 2020 zurückgreifen. Geld, das auch im ersten Corona-Jahr Raum für verschiedene Zukäufe bot, etwa in den Zukunftsbereichen Künstliche Intelligenz sowie Augmented und Virtual Reality. Damit zeigt sich: Die „Big Tech“-Unternehmen kommen nicht nur aufgrund ihrer Geschäftsmodelle und Marktposition besser durch die Krise als viele Firmen aus der „Old Economy“. Sie können die Krise auch für erhebliche Zukunftsinvestments und damit für einen weiteren Ausbau ihrer Marktstellung nutzen.

Schon regt sich Widerstand in der Politik. Deutsche Oppositionsparteien fordern, über einen „Corona-Soli“ oder eine „Übergewinnsteuer“ die Profiteure der Krise besonders auch an der Finanzierung ihrer Bewältigung zu beteiligen. Auch in die Diskussion über die traditionell schwer zu steuernden, internationalen „Big Tech“-Konzerne kommt Bewegung: US-Finanzministerin Janet Yellen fordert eine globale Mindeststeuer für Konzerne. Die kritischen Stimmen, dass die Kosten der Krise – wie bereits 2008/2009 – eher solidarisiert, die Gewinne aber privatisiert würden, werden in jedem Fall lauter.

5 Entwicklungsschübe durch die Krise

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

Stimmt – beim Thema Gesundheitssystem stehen wir aber noch am Anfang der Entwicklung.

Vor Jahresfrist hatten wir die Gesundheitssysteme weltweit als klare Sollbruchstellen identifiziert, in denen eklatante Schwächen zutage getreten sind: In den USA (mehr als 580.000 Tote im Zusammenhang mit Corona), Großbritannien (127.000), Italien (115.000), aber auch in Deutschland (80.000) hat sich gezeigt, dass die Systeme nur unzureichend auf eine Pandemiesituation vorbereitet waren und sind. Es fehlte – zumindest regional – in den Krankenhäusern an Intensivkapazitäten (insbesondere qualifiziertes Personal und Beatmungsgeräte), anfangs waren auch Schutzkleidung und Masken knapp. Zudem gab (und gibt) es massive Defizite in der staatlichen

Staatlicher Einfluss im Gesundheitssektor dürfte wachsen

Gesundheitsadministration, etwa beim Thema Kontaktnachverfolgung und der Organisation der Impfungen.

Der Druck von, aber auch auf die Politik dürfte in den kommenden Monaten weiter zunehmen. In der Nachbereitung der Krise werden zum einen Liberalisierungs- und Privatisierungsschritte der vergangenen Jahre und Jahrzehnte auf den Prüfstand gestellt werden. Der staatliche Einfluss im Gesundheitssektor dürfte demzufolge wieder wachsen. Sei es direkt bei der Ausstattung und Digitalisierung der Gesundheitsämter oder bei einer staatlichen Reserve etwa von Schutzkleidung, Masken und Beatmungsgeräten, deren Vorhaltung durch private Träger ausschließlich für Pandemiezeiten nicht ökonomisch wäre.

Allerdings ist nicht in allen Fällen mehr staatliche Initiative die Lösung, gerade wenn es um Innovationen geht. Beispiel: Während die staatliche Corona-App weitgehend wirkungslos geblieben ist, könnte die privat entwickelte Kontaktnachverfolgungs-App „Luca“ – trotz aller Diskussionen – Mehrwert stiften.

Krise als starker Innovationsschub

Auch an anderer Stelle entfaltet sich jetzt schon das Innovationspotenzial in atemberaubender Geschwindigkeit: in der Pharma- und Biotech-Industrie sowie in der Medizintechnik. Impfstoff-, Test- und Medikamentenentwicklungen erhielten durch die Krise einen enormen Schub. Die gesteigerte Aufmerksamkeit, schnellere Zulassungsverfahren, der intensive ökonomische Wettbewerb, die Aussicht auf erhebliche künftige Gewinne und ja, auch die staatlichen Unterstützungen sorgten etwa bei den Impfstoffen auf mRNA-Basis für einen Durchbruch, der außerhalb von Krisenzeiten in dieser Form nicht möglich gewesen wäre.

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

Stimmt – und das Home Office ist erst der Anfang.

Für viele Unternehmen war es der sprichwörtliche Sprung ins kalte Wasser. Millionen Arbeitnehmer wechselten im vergangenen Jahr (fast) von einem auf den anderen Tag ins Home Office – und viele blieben dort (mit kurzen Unterbrechungen) bis heute. Nach einigen technischen und sicher auch organisatorischen Hürden haben sich viele inzwischen an die „Heimarbeit“ gewöhnt. Die Umfrageergebnisse über die künftige Nutzung schwanken zwar stark, dennoch dürfte feststehen, dass die Arbeitsorganisation einen erheblichen Flexibilitätsschub erhalten hat, der auch nach der Krise seine Wirkung entfalten wird. In einer Erhebung des Instituts der deutschen Wirtschaft gaben zwar nur 6,4 Prozent der befragten über 1.200 Unternehmen an, im kommenden Jahr Büroflächen zu reduzieren. Knapp 17 Prozent dachten aber bereits über eine kurzfristige Umgestaltung ihrer Flächen nach, etwa die Auflösung von Gruppenbüros oder die Schaffung von zusätzlichem Platz für Kommunikation und Austausch. Fakt scheint: Mindestens hybride Arbeitsformen (als Kombination aus Heim- und Büroarbeit) werden in Zukunft deutlich zunehmen – mit all ihren Auswirkungen auf den Markt für Büroimmobilien (innerstädtisch) und Wohnimmobilien (außerstädtisch).

„Demokratisierung“
von Bildung und
Wissen durch
Digitalisierung?

Aber damit nicht genug: Die Improvisation aus der Krise könnte mittel- bis langfristig für eine gewisse „Demokratisierung“ von Bildung und Wissen sorgen. Heute scheitert das digitale Lernen etwa an Schulen und Universitäten zwar häufig noch an der nötigen Infrastruktur, die gerade Menschen mit weniger Einkommen von diesen Angeboten abschneidet. Gleichwohl hat es in diesem Bereich in den vergangenen zwölf Monaten schon große Fortschritte gegeben. Die Erfahrungen aus der Krise könnten auch hier punktuelle Staatsingriffe auslösen, die dann eine weitere Verbreitung digitaler Lernangebote möglich machen. Was in Deutschland schon einen Vorteil brächte, hätte in Schwellen- und Entwicklungsländern noch mal einen deutlich größeren Hebel. Regionen, denen heute der Zugang zu (höherer) Bildung praktisch verwehrt ist, könnten durch die staatliche Bereitstellung entsprechender Infrastruktur enorm profitieren. Gleiches gilt beim Thema „digitale Medizin“. Auch hier würden aktuell akut unterversorgte Regionen am meisten profitieren – mit entsprechend positiven Auswirkungen auf Gesundheit, Wohlstand und Wirtschaft.

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

Abwarten. Das Potenzial ist in jedem Fall da: wirkt die Kombination vorhandener und neuer Technologien transformativ, winkt (endlich) ein höheres Produktivitätswachstum.

Die Krise ist zunächst einmal ein tiefer Einschnitt mit immensen Kosten, sowohl für Staaten und Unternehmen als auch für die gesamte Gesellschaft. Der Gesundheitsnotstand auf der einen und massive Nachfrageeinbrüche und Liquiditätsengpässe auf der anderen Seite zwingen aber förmlich zu einer höheren Innovations- und auch Investitionsbereitschaft. Vor allem im Bereich der Digitalisierung ist die Krise ein erheblicher Schub.

Krise beschleunigt
Entscheidungen und
Investitionen

„Social Distancing“ hat viele Produkte und insbesondere Dienstleistungen quasi über Nacht ins Digitale verlagert – und vieles wird auch dauerhaft dort bleiben. Einerseits, weil es die analoge Welt in einigen Bereichen in der bekannten Form schlicht nicht mehr gibt. Andererseits, weil die erreichten, erheblichen Qualitätsverbesserungen zu einer enorm gesteigerten Akzeptanz vieler Technologien geführt haben. Investitionen in die Digitalisierung, die einst über viele Jahre hinweg geplant waren, mussten vorgezogen und auf wenige Wochen komprimiert werden. Das ging nicht immer reibungslos vonstatten, trotzdem folgte auf so manchen Schock häufig auch ein äußerst positives „Aha-Erlebnis“. Auch von staatlicher Seite gibt es erste Anzeichen, dass nach der Krise mehr Mittel für Investitionen in Grundlagenforschung und Zukunftstechnologien zur Verfügung stehen könnten (siehe These 3). Von diesen Initiativen (Beispiel: Nationale Wasserstoffstrategie) würde auch die Privatwirtschaft in erheblichem Maße profitieren.

Kreativität und
Risikobereitschaft
steigen

Denn auch die Unternehmen nutzen mehr und mehr jene Freiräume, die ihnen die oftmals schmerzhafteste „Zerstörung“ bietet. Schon in früheren Krisen konnte beobachtet werden, dass Personal, das während des Abschwungs

**Produktivitätssprung
durch echte Trans-
formation und
Neustrukturierung**

abgebaut wurde, in der Erholungsphase häufig durch Investitionen in Automatisierungstechnologien ersetzt wird. All das eröffnet Potenzial für ein höheres Produktivitätswachstum. Denn der besondere Schockmoment der abrupten Corona-Krise könnte auch die Kreativität und Risikobereitschaft in der Wirtschaft stimuliert haben. Investitionsentscheidungen mussten und müssen schnell getroffen werden, während Unternehmen zuvor Jahre brauchten, um neue Prozesse und Praktiken zu planen und zu implementieren. Ein Indiz für diese freigesetzten Potenziale: Erstmals seit der Finanzkrise hat die Gründungsdynamik in den USA wieder deutlich zugenommen.

Doch warum sollte die Digitalisierung gerade jetzt für einen gesamtwirtschaftlichen Produktivitätssprung sorgen, wenn doch die Wachstumsraten im vergangenen Jahrzehnt – trotz Fortschritten in Teilbereichen durch Robotik, Smartphones etc. – eher anämisch daherkamen? Bisher hat etwa das Mehr an Robotern im Produktionsprozess zwar zu einer gesteigerten Effizienz geführt, doch der Prozessablauf hat sich nicht grundlegend verändert. Demgegenüber bieten die heute an der Schwelle stehenden Technologien die Chance auf eine echte Transformation und Neustrukturierung von Produktionsprozessen.

Ein Beispiel aus der Vergangenheit: Die Glühbirne wurde zwar bereits 1879 erdacht, trotz der Erfindung von Stromgeneratoren blieben Produktivitätszuwächse bei ihrer Produktion aber lange gering. Die Dampfmaschine im Fabrikeller wurde nur durch einen Stromgenerator ersetzt. Erst als die Generatoren dezentral für einzelne Arbeitsschritte eingesetzt wurden, was die Fließbandarbeit ermöglichte, folgte ein deutlicher Anstieg der Produktivität. Übertragen auf die heutige Zeit: Die traditionelle Autoindustrie verwendet Roboter, um nach und nach einzelne Prozessschritte zu automatisieren, Tesla hingegen strukturiert die Arbeitsabläufe von Beginn an so, dass sie möglichst vollautomatisiert ablaufen können. Ähnliche Potenziale schafft die Krise auch in anderen Branchen. Zum einen aufgrund der „schöpferischen Zerstörung“, die den Freiraum für radikale Änderungen schafft. Zum anderen aufgrund der Marktreife vieler potenziell revolutionärer Technologien (Künstliche Intelligenz, 5G etc.).

6 Geopolitik und Globalisierung

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

Stimmt – die Corona-Krise hat die Fronten zwischen den USA und China noch sichtbarer gemacht: Die beiden Nationen befinden sich im strategischen Wettbewerb um die globale Vormachtstellung.

Die Beobachter waren sich einig: Ein Präsident Biden würde sich mit Blick auf das Verhältnis zu China zwar nicht in der Sache, doch zumindest im Ton deutlich von seinem Vorgänger Trump abheben. Und mit Blick auf die Corona-Lage stimmt das auch. In der Biden-Regierung wird weder vom „Wuhan-Virus“ gesprochen, noch wird China direkt für die Pandemie

verantwortlich gemacht. Dennoch ist auch Bidens Außenminister Antony Blinken nicht um klare Worte in Richtung China verlegen. Wenige Tage nach der Amtseinführung zitierte sich Blinken aus einem Gespräch mit dem obersten Diplomaten der Kommunistischen Partei Yang Jiechi auf Twitter gleich mal selbst: Die USA erwarteten die „Einhaltung der Menschenrechte“ und den „Respekt vor internationalen Regeln“. Amerika werde ohne Wenn und Aber „seine nationalen Interessen verteidigen“ und „Peking zur Verantwortung für den Missbrauch des internationalen Systems“ ziehen. Und die ersten direkten Gespräche zwischen den USA und China Ende März in Alaska eröffnete Blinken mit den markigen Worten: Die USA werden die Beziehungen zu Peking „konkurrenzorientiert“ gestalten, „wo es angebracht ist, kooperativ, wo es möglich ist, und feindselig, wo es nötig ist“. Der Ton ist damit gesetzt: Die USA befinden sich im strategischen Wettbewerb und es geht um nichts anderes als die globale Vormachtstellung.

Großmachtwettbewerb USA/China entfaltet sich weiter

In diesem Wettbewerb werden die USA versuchen, Allianzen zu bilden, um gemeinsam gegen die unfairen Geschäftspraktiken Chinas vorzugehen und vor allem um Chinas Aufstieg im High Tech-Bereich auszubremsen. Ein besonderes Augenmerk wird dabei auf Chinas Rolle beim Ausbau der globalen 5G-Infrastruktur liegen, denn sie ist die Basis für zahlreiche Zukunftstechnologien.⁴ China wird seinerseits versuchen, die Beziehungen gerade auch nach Europa weiter zu vertiefen – nach der „Maskendiplomatie“ im letzten Frühjahr versucht man es jetzt mit Impfstoff.

Doch wie werden sich der „alte Kontinent“ und insbesondere auch Deutschland in diesem Spannungsfeld bewegen? Da der Druck von beiden Seiten zunimmt, dürfte die Strategie der neutralen Mitte in der aktuellen Form nicht mehr funktionieren. Und weil sich im Technologiebereich zwei getrennte Sphären ausbilden und Europa hier selbst nicht wettbewerbsfähig ist, wird es sich über kurz oder lang für eine Seite entscheiden müssen – Vergeltungsaktionen der anderen Seite sind dann nicht ausgeschlossen.

Europa braucht eigene Innovationen, um zu bestehen

Umso wichtiger wird es für Europa sein, in die eigene Innovationsfähigkeit zu investieren, um die externen Abhängigkeiten und auch die Erpressbarkeit zu verringern. Die starke Exportabhängigkeit von China wird sonst zunehmend zur Gefahr. Chinas Zukunftsstrategie sieht vor, zum einen die eigenen Kapazitäten insbesondere, aber nicht ausschließlich in Zukunftstechnologien (E-Mobilität, Robotik, Künstliche Intelligenz etc.) auszubauen. Zum anderen soll das voraussichtlich im kommenden Jahr in Kraft tretende Umfassende Investitionsabkommen (Comprehensive Agreement on Investment, CAI) zwischen der EU und China ausländische Direktinvestitionen ins Reich der Mitte holen. Gleichzeitig will China weiterhin vom Technologietransfer profitieren.

Kurzfristig mag dies zwar gut für deutsche Unternehmen sein. Beidseitige Investitionen und Technologietransfers stärken den Austausch und erleichtern den Zugang zum großen chinesischen Markt. Langfristig untergräbt Chinas Autarkie- bei gleichzeitigem Exzellenzstreben aber den Wirtschaftsstandort Deutschland. Denn wenn China die Produkte erstmal (günstig und durch

⁴ Siehe dazu im Detail unser Papier [„Vom Tradewar zum Techwar – USA vs. China in der Arena der Hochtechnologie“](#) aus dem November 2020

erheblichen Ressourceneinsatz bei Forschung und Entwicklung auch qualitativ hochwertig) im eigenen Land herstellen kann, werden deutsche Exporte aus betroffenen Sektoren nicht mehr im aktuellen Maße benötigt. Bleibt es bei der hohen Abhängigkeit von Ausfuhren nach China, wäre dies eine existenzielle Bedrohung für einzelne Wirtschaftszweige in Deutschland. Umso wichtiger ist zum einen der Ausbau der eigenen Innovationsfähigkeit und die Weiterentwicklung eigener Stärken wie etwa die geballte E-Auto-Offensive der deutschen Hersteller zeigt. Zum anderen ist aber eben auch die Intensivierung der europäischen Integration entscheidend, um gemeinsam den Weltmächten zu begegnen (siehe These 4).

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

Stimmt – resilientere Lieferketten und mehr Autarkie in kritischen Bereichen (Impfstoff) sind ein Thema. Das wahre Ausmaß ist aber noch nicht absehbar.

Ja, die rasanten weltweiten Waren- (und irgendwie auch Menschen-)ströme haben die Entstehung der Pandemie begünstigt. Eine direkte Folge der Globalisierung ist sie aber nicht. Dennoch hat Corona eine Entwicklung beschleunigt, die schon seit der Finanzkrise 2008 zu beobachten ist: Die Hyperglobalisierung wird abgebremst und zumindest teilweise zurückgedreht. Ein Grund dafür: Durch die Pandemie traten die Schwächen der internationalen Arbeitsteilung deutlich zu Tage.

Anfällige, komplexe Lieferketten werden (dosierte) entflechtet

Die hohe direkte und indirekte Abhängigkeit von chinesischen Exporten in strategisch wichtigen Bereichen wie beispielsweise bei medizinischen Produkten und die Störfälligkeit von hochkomplexen, kosteneffizienten, modernen Lieferketten, haben Staaten und Unternehmen gleichermaßen vor Augen geführt, dass eine Optimierung bis ins letzte Glied im Krisenfall zum Bumerang werden kann.

Kurzfristig lässt sich daran wenig ändern. Die aktuellen Lieferschwierigkeiten bei Mikrochips, die vornehmlich in Asien produziert werden, lassen sich nicht einfach durch heimische Produkte beheben. Weniger als zehn Prozent der Chip-Herstellung findet in Europa statt. Mittel- und langfristig werden Staaten und Unternehmen aber versuchen, ihre Lieferketten widerstandsfähiger zu machen. Produktion dürfte wieder näher an die Absatzmärkte rücken. Volkswagen hat etwa den Plan, Batteriefabriken für seine Elektrofahrzeuge im großen Stil in Europa zu errichten, auch mit dem besseren Durchgriff auf die sich sonst bis nach Asien erstreckenden Lieferketten begründet. Von dieser Entwicklung profitieren vor allem jene Staaten und Regionen, die einerseits nah an den Zielmärkten sind, in denen andererseits aber immer noch günstiger produziert werden kann als in der originären Heimat der Unternehmen. Mexiko, Sri Lanka und Osteuropa könnten deshalb einen Aufschwung erleben.

Industriepolitische Lenkungsmaßnahmen nehmen zu

Gleichzeitig werden in strategisch wichtigen Sektoren auch staatliche Eingriffe und Investitionsanreize zunehmen. Denn Versorgungssicherheit wird etwa in

Aber: Keine trendartige De-Globalisierung zu erwarten

den Bereichen High Tech, Medizin und kritische Infrastruktur immer mehr zur Frage der nationalen Sicherheit. Sicherlich auch ein Grund, warum BioNTech seinen Corona-Impfstoff nun auch in Marburg herstellt. Schon jetzt ist eine Zunahme an industriepolitischen Lenkungsmaßnahmen zu beobachten. Sei es bei der Unterstützung der heimischen Chip-Industrie in den USA und auch in Europa, oder Verbote zum Export von Impfstoffen und Vorprodukten.

Grundsätzlich dürften Unternehmen und Staaten dabei allerdings mit Augenmaß vorgehen. Die Globalisierung schafft in Summe immer noch erheblichen Wohlstand für die Welt. Eine systematische, trendartige De-Globalisierung im Sinne weltumspannender Abschottungspolitiken erwarten wir weder von staatlicher noch von unternehmerischer Seite.⁵ Ein Indiz, dass der Welthandel – trotz aller unterliegender Veränderungen – weiter in Schwung bleibt: Nach jahrelangen Überkapazitäten sind Frachtcontainer in der Corona-Krise wieder knapp – die Preise für die Passage von Asien nach Europa haben sich zwischenzeitlich fast vervierfacht.

7 Schlussbemerkung

Auch wenn die Krise noch lange nicht ausgestanden ist, viele Trends lassen sich bereits jetzt ablesen. Dabei zeigt sich, dass viele Entwicklungen tatsächlich so eingetreten sind, wie wir sie vor Jahresfrist skizziert hatten. In einigen Fällen, etwa bei der staatlichen Schuldenaufnahme oder der Geldpolitik, wurden unsere Erwartungen mit Blick Umfang und Tempo deutlich übertroffen. An anderer Stelle, etwa den Insolvenzen, haben sich die vollen Auswirkungen noch nicht entfaltet.

Die vorstehende Überprüfung, Bewertung und Weiterentwicklung unserer 12 Thesen unterliegt naturgemäß denselben Einschränkungen wie unsere erste Veröffentlichung im Frühjahr 2020: 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 bringen können, haben wir ebenso wenig thematisiert wie Aspekte der Nachhaltigkeitsökonomie.

Die Corona-Krise bedeutet einen tiefen Einschnitt für die Weltwirtschaft und die Kapitalmärkte. Zwar folgte bei der Wertentwicklung der meisten Assets nach dem scharfen Einbruch eine ebenso schnelle Erholung. Nicht wenige Anlageklassen verzeichneten in den vergangenen Wochen wiederholt neue Rekordstände. Dennoch haben sich die den Kapitalmärkten zugrundeliegenden ökonomischen und institutionellen Strukturen bereits substantiell verändert – und werden dies auch weiter tun. Dies ist kein Strukturbruch wie ihn längerfristige Megatrends erwarten lassen.⁶ 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 geben wird.

⁵ Siehe dazu im Detail unser Papier [„Systemschock für den Welthandel – Wie verändert Covid-19 die Globalisierung?“](#) aus dem August 2020.

⁶ Siehe dazu unser Papier [„Wirtschaft im Wandel – Sorgen Megatrends für eine epochale Zäsur?“](#) aus dem März 2021

Kontakt

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

Research: Dr. Stefan Kipar
Stefan.Kipar@union-investment.de
Sandra Ebner
Sandra.Ebner@union-investment.de
Gregor Eder
Gregor.Eder@union-investment.de
Marco Weber
Marco.Weber@union-investment.de

Text: Janis Blaum
Janis.Blaum@union-investment.de

Titelbild: [Halfpoint](https://www.adobe.com/stock) – stock.adobe.com

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: **22.04.2021**, soweit nicht anders angegeben.