

Quartalsbericht

der
FV Frankfurter
Vermögen AG

Ausgabe: März 2020



Inhalt

0 Vorbemerkung	2
1 Verschuldung	2
2 Inflation	4
3 Strukturveränderungen in der Wirtschaft	5
4 Konjunkturelle Belastung der Wirtschaft	6
5 Eurozone	7
6 Schwellenländer.....	8
7 Politik und Gesellschaft.....	9
8 Finanzmärkte	9
9 Fazit	10

0 Vorbemerkung

Im Zusammenhang mit der Ausbreitung des Covid-19 haben wir in der Frankfurter Vermögen unterschiedliche Szenarien für eine Eindämmung der Epidemie diskutiert. Konsensfähig ist das folgende Szenario zur Einschätzung der Epidemie:

Es wird bis Ende 2020 ein Impfstoff gegen Corona gefunden. Medikamente, die die Sterblichkeitsrate von infizierten Menschen (ohne Vorbelastung, wie z.B. Chemo oder starker Raucher und/oder Lebensalter > 70 Jahren) sehr deutlich senken, werden im Sommer 2020 für Massenanwendungen verfügbar sein. Ausgangssperren werden international Anfang Mai 2020 aufgehoben, jedoch wird die Aufhebung differenziert und gestaffelt je nach den Möglichkeiten von Testverfahren und der elektronischen Nachverfolgung vorgenommen werden.

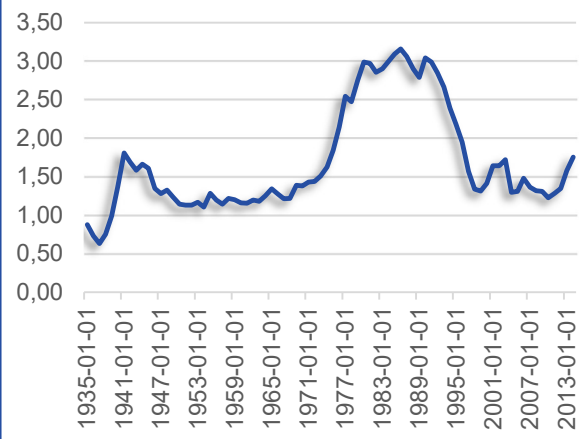
Ausgehend von dem oben beschriebenen Szenario möchten wir im folgenden mögliche Konsequenzen auf Wirtschaft und Gesellschaft skizzieren. Dabei geht es nicht darum, Schätzungen über das Ausmaß des wirtschaftlichen Abschwungs vorzunehmen (hierzu haben sich bereits die Wirtschaftsinstitute und der Sachverständigenrat geäußert), sondern vielmehr einige Konsequenzen auf die wirtschaftlichen Strukturen aufzuzeigen sowie Veränderungen in Politik und Gesellschaft.

Starten wir mit den Fakten: Nach der Coronavirus-Krise (wobei es falsch sein kann, von einem „nach“ zu sprechen, da das Virus in der einen oder anderen Form uns noch länger begleiten wird, z.B. durch Re-Importe aus den Schwellenländern mit einem schwächeren Gesundheitssystem) wird in vielen Bereichen ein Umdenken erforderlich sein.

1 Verschuldung

Fakt ist, dass die Welt nach dem Ende der Krise einen Wohlstandsverlust erlitten haben wird, da die Wirtschaftsleistung während eines längeren Zeitraums rückläufig sein wird. Fakt ist auch, dass weltweit die Verschuldung sehr deutlich steigen wird. Es stellt sich daher die Frage, wer und wie die damit entstandenen Kosten getragen werden. Bereits jetzt hat sich die Verschuldung seit der Finanzkrise 2008 deutlich erhöht, ohne dass jedoch damit das Wirtschaftswachstum beschädigt wurde. Offenbar haben die gesunkenen Zinsen die Kosten für den Staat erträglich gemacht (das gilt besonders für die USA, vgl. den nachstehenden Chart). In Deutschland gibt es eine Sondersituation, da die drei Sektoren Staat, private Haushalte und Unternehmen finanzielle Überschüsse ausweisen.

Zinsbelastung des Staates in den USA in % des Sozialprodukts



Nach der Krise wird jedoch auch Deutschland seine Verschuldung stark ausgeweitet haben, auch wenn selbst bei einer 15%igen Erhöhung die Verschuldung Deutschlands deutlich unter der Verschuldung anderer EU-Staaten liegen wird.

Grundsätzlich sind im Hinblick auf die Auswirkungen der deutlichen Erhöhung der Verschuldung verschiedene Szenarien bzw. eine Kombination dieser Szenarien möglich:

- höhere Inflation (die Kosten werden damit sozialisiert ohne Einschaltung der Parlamente)
- deutlich niedrigere Zinsen (Fortsetzung der bisherigen Politik mit all ihren Vor- und Nachteilen), d.h. zu Lasten der Sparer
- höhere Steuern zur Entlastung der öffentlichen Haushalte
- Schuldenschnitt
- Entwertung der Spareinlagen (ähnlich wie in Zypern im Rahmen der Griechenlandkrise)

In früheren Jahrzehnten hätte die höhere Verschuldung zu höheren Zinsen geführt und über den sogenannten „crowding-out“-Effekt private Investitionen zu Lasten öffentlicher Investitionen verdrängt. Mit dieser Entwicklung gingen früher auch höhere Zinsen einher. Heute ist die Situation anders, denn aufgrund der strukturell niedrigen Inflationsrate verfolgen die Notenbanken weltweit eine Politik ultra-niedriger Zinsen. Es ist also durchaus möglich, dass auch bei einer starken Ausweitung der Staatsverschuldung die Zinsen auf einem niedrigen Niveau verharren. Selbst wenn die Inflation ansteige, ist es möglich, dass die Notenbanken einen Anstieg eine Weile tolerieren, da die Kosten höherer Zinsen das Finanzsystem vor hohe Herausforderungen stellte. Geht man davon aus, dass selbst bei einer stark steigenden Verschuldung die Zinsen niedrig bleiben, so sind die Kosten der Rettungsmaßnahmen im Zusammenhang mit der Coronakrise für den Staat

zunächst nicht gravierend. In den USA ist bereits jetzt der Anteil der Kosten für die Schuldenbedienun- gung im Verhältnis zum Sozialprodukt noch nicht be- ängstigend ist. Zusätzliche Kosten können daher verkräftet werden (man beachte jedoch, dass bereits heute der Schuldendienst höher als nach dem Zwei- ten Weltkrieg ist).

In dem Maße wie auslaufende höherverzinsliche Alt- schulden durch neue niedrig-verzinsliche Schulden ersetzt werden, kann auch die Zusatzbelastung durch die Aufnahme neuer Schulden abgefangen werden. Die jetzt zunehmend von selbsternannten Katastrophenphropheten vertretene Ansicht, dass das Weltfinanzsystem zusammenbricht bzw. es in Deutschland sogar zu einem Schuldenschnitt oder zu einer Entwertung der Spareinlagen kommt, sind vor dem Hintergrund dieser Überlegungen nicht se- riös. Trotzdem stellt sich die Frage, wer die enormen Kosten der Rettung trägt, denn die Transferzahlun- gen im Zusammenhang mit den Rettungsmaßnah- men müssen in irgendeiner Form durch die Gesell- schaft getragen werden.

Die durch die Erhöhung der Schulden neu ausgege- benen Schuldverschreibungen werden direkt oder indirekt (über das Bankensystem) von denjenigen Wirtschaftseinheiten erworben werden, die einen fi- nanziellen Überschuss erwirtschaften. In den ver- gangenen Jahren zählten hierzu in Deutschland nicht nur die privaten Haushalte, sondern auch der Staat (mit seinen verschiedenen Gebietskörper- schaften) sowie die Unternehmen. Nach der Krise werden Überschüsse möglicherweise nur noch von den privaten Haushalten erwirtschaftet.

Wie auch nach der Finanzkrise ist es denkbar, dass auch dieses Mal die privaten Haushalte mit einem Haushaltsüberschuss die Kosten der Rettung tra- gen. Auf diese Weise werden die Kosten nicht über die schädlichen Effekte einer Erhöhung der Inflati- onsrates getragen (die auch Nicht-Sparer träge), son- dern über eine weitere Entwertung ihrer Erspar- nisse. Der Transmissionsmechanismus der indirekten Entwertung der Sparguthaben ergibt sich dar- aus, dass die Verzinsung der Spareinlagen niedriger ist als die Inflationsrate. Betroffen sind ebenfalls die Kapitalsammelstellen wie Pensionsfonds, Versor- gungswerke und Stiftungen, deren Anlagen gröss- tenteils festverzinsliche Wertpapiere enthalten. Die Leistungen dieser Kapitalsammelstellen werden da- her möglicherweise in Zukunft gekürzt werden, so dass die Kosten von den Kunden dieser Institute ge- tragen werden.

Insgesamt gehen wir daher davon aus, dass die deutliche Ausweitung der Staatsschulden in den USA und Deutschland verkräftet werden kann und keine einschneidenden Maßnahmen wie z.B. ein Schuldenschnitt nötig ist. Zur Untermuerung die- ses Arguments und der vorherigen Ausführungen

stützen wir uns u.a. auch auf aktuelles Zahlenmate- rial der amerikanischen Regierung (Quelle: https://www.whitehouse.gov/wp-content/uplo- ads/2020/02/spec_fy21.pdf). Die Regierung hat die dort enthaltenen Annahmen zum Haushalt durch eine Sensitivitätsanalyse ergänzt, deren wesentli- che Punkte wir in der folgenden Tabelle zusammen- gefasst haben. In der Tabelle sind die Auswirkungen einer Zinserhöhung (bzw. mit umgekehrtem Vorzei- chen einer Zinssenkung) sowie einer Ausweitung der Verschuldung für das Jahr 2020 und die kumu- lierte Periode bis 2030 in Mrd. USD dargestellt.

Haushaltseffekte	2020	2020-2030
1 % Zinserhöhung	23,5	1.835,9
Schuldenanstieg um 100 Mrd. in 2020	0,8	24,3

Der derzeitige Haushalt beruht auf der Annahme ei- nes 10-Jahreszinssatzes von 2 % in 2020 und einem anschließenden Anstieg in mehreren Stufen bis auf 3,2% in 2030. Für 90-Tage Treasury Bills wird von einem Zins in 2020 von 1,4% ausgegangen und ei- nem graduellen Anstieg bis 2030 auf 2,5%. Aus heu- tiger Sicht (90 Tage Treasury Bills 0,04%, 10-Jah- rezinsen 0,5%) erscheinen diese Zinssätze zu hoch und es ist möglich, dass die Zinssätze wäh- rend der gesamten 10-Jahresperiode dauerhaft niedriger bleiben. Als grobe Annahme unterstellen wir einen Rückgang um 0,5%. Für die gesamte Periode 2020-2030 ergäbe sich dann eine Zinersparnis im Haus- halt von USD 918 Mrd.. Unterstellt man ferner einen Anstieg der Verschuldung um USD 2.000 Mrd. nur in 2020 (entsprechend der ersten Maßnahmen des Rettungspaketes), so ergäbe sich bei unveränderten Zinsen eine erhöhte Zinsbelastung von USD 486 Mrd.. Rein aus der Sicht der **Zinsbelastung** wäre daher unter den getroffenen Annahmen der Anstieg der Schulden zu verkräften, obwohl natürlich bei die- ser Rechnung die Tilgung der Schulden nicht be- rücksichtigt ist.

Im Hinblick auf die Tilgung der Schulden und damit die Einschätzung der langfristigen **Schuldentragfä- higkeit** verwenden Volkswirte und Wissenschaftler eine Formel, die die Schuldendynamik anhand von nur drei Variablen erklärt:

$$D_t = (1+i)/(1+g) \times D_{t-1} - p_t$$

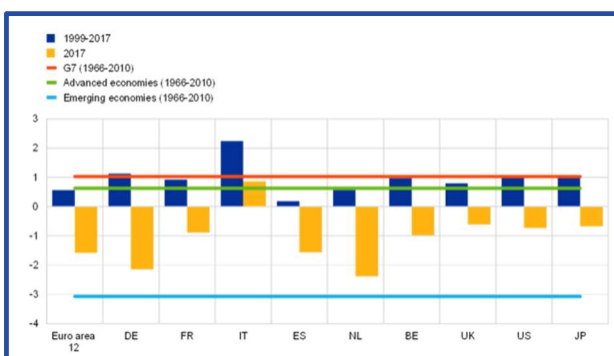
Diese Gleichung erklärt den Schuldenstand D_t eines Jahres t aus dem Schuldenstand D_{t-1} des Vorjahres, dem Zins i und der Wachstumsrate des Sozialpro- duktes g sowie dem Primärsaldo p_t .

Die Gleichung macht deutlich, dass die Schuldendy- namik lediglich vom Primärsaldo, der nominalen Wachstumsrate des BIP sowie der Durchschnitts- verzinsung der Staatsschulden abhängt. Für Deutschland kann man sich die Wirkung dieser Gleichung auf den Schuldenstand leicht verdeutlichen:

Der Primärsaldo ist die Differenz zwischen öffentlichen Einnahmen (ohne Nettokreditaufnahme) und öffentlichen Ausgaben abzüglich der Zinszahlungen auf die ausstehenden Staatsschulden. Diese wichtige Größe eröffnet somit den Blick auf den Haushalt ohne die Altlasten der Vergangenheit (repräsentiert durch die Zinslasten) und ohne die aktuelle Neuverschuldung. In der Bundesrepublik liegt die aktuelle Zinsbelastung der Schulden bei ca. 1,25%. Geht man davon aus, dass die Zinsen niedrig bleiben, so wird sich dieser Wert weiter verringern. Gehen wir ferner davon aus, dass sich der Anstieg der Wirtschaftsleistung langfristig um mindestens 1,5% pendelt, so würde sich selbst bei einem Primärsaldo von Null (derzeit in Deutschland jedoch positiv) eine Reduzierung der Staatsschuld ergeben. Diese Überlegung spricht ebenfalls dafür, dass die Zinsen langfristig niedrig bleiben (müssen). Auf diese Art wird zwar eine Umverteilung zu Lasten der Sparer (und Kapitalsammelstellen) erzielt, politisch und wirtschaftlich erscheint diese Art des Schuldenabbaus jedoch am leichtesten durchsetzbar zu sein.

Die Gleichung verdeutlicht jedoch auch, dass Anstrengungen gemacht werden müssen, um ein nachhaltiges Wachstum zu erreichen und vermieden werden muss, dass der Primärsaldo dauerhaft negativ bleibt.

In Deutschland gibt der Ausblick der langfristigen Schuldenfähigkeit keinen Anlass zu erhöhter Besorgnis. Wie sieht es jedoch in den anderen Staaten der EU aus? Auch hier gilt für die meisten Länder, dass das Verhältnis Nominalzins minus nominale Wachstumsrate des Sozialprodukts negativ geworden ist (vgl. für eine Momentaufnahme des Jahres 2017 sowie Durchschnittswerte der Jahre 1999 – 2017) einen Auszug aus einer Studie der EZB im nachfolgenden Schaubild).



Hier wird deutlich, dass mit Ausnahme von Italien die großen europäischen Länder aufgrund der stark gefallen Zinsen insbesondere in 2017 (und auch den späteren Jahren) Entlastung durch das negative Verhältnis von Zins zu Wachstum erhalten haben (die gelben Balken in der Grafik). Für die Eurozone

gilt daher wie auch für Deutschland, dass die Schuldenfähigkeit langfristig trotz des jetzt einmalig erhöhten Schuldenstands im Rahmen der Coronakrise nicht nachhaltig gefährdet ist, solange drei Dinge gegeben sind:

- Haushaltsdisziplin zur Vermeidung eines negativen Primärsaldos
- Ein dauerhaft niedriges Zinsniveau
- Rückkehr auf einen Wachstumspfad, dessen nominales Wachstum über dem Zinsniveau liegt

Die Schuldenkrise in Griechenland hat gezeigt, dass es selbst einem hoch verschuldeten Land wie Griechenland gelungen ist, den Schuldenstand zu kontrollieren. Für die Gesamtheit der Eurozone mit deutlich besseren Schuldendaten sollte daher auch diese Krise nicht zu einer Verwerfung führen.

2 Inflation

Typischerweise ging in früheren Jahrzehnten mit einer starken Ausweitung der Verschuldung ein Anstieg der Inflationsrate einher, wobei unterschieden wurde zwischen der sogenannten Demand-Pull Inflation und der Cost-Push Inflation. Aus heutiger Sicht ist weder eine Cost-Push Inflation erkennbar (die Gewerkschaften halten ihre Lohnforderungen zurück und die Rohstoffe haben historisch niedrige Werte erreicht) noch eine Demand-Pull Inflation zu erwarten, denn die Verbraucher werden aus der Krise geschwächt hervorgehen. Kurzfristig kann es vereinzelt zu Preissteigerungen kommen, wenn Friktionen in der Wiederaufnahme der Lieferkette zu Preiserhöhungen führen oder wenn die in den letzten Wochen aufgestaute Nachfrage nach einzelnen Dienstleistungen plötzlich zu Kapazitätsengpässen führt. Eine solche Anhebung des Preisniveaus muss nicht dauerhaft sein, da die Unternehmen im Einklang mit dem Anstieg der Nachfrage auch ihre Kapazitäten wieder erhöhen werden (z.B. im Flugverkehr). Es ist jedoch davon auszugehen, dass diese Anpassung nicht ohne Anspannungen vonstatten geht, so dass es in den betroffenen Bereichen zu Preiserhöhungen kommen kann. Hier sollte es sich jedoch um einen einmaligen Preiseffekt handeln (ähnlich wie nach der Einführung des Euro), der nicht über eine Lohn-Preis-Spirale zu einem dauerhaften Anstieg des Preisanstiegs führt. Etwa ein Viertel des Warenkorb in Deutschland entfällt auf Mieten. Hier ist zu erwarten, dass sich der Mietpreisanstieg aufgrund einer geringeren Kaufkraft verlangsamt bzw. vollständig gebremst wird, so dass es direkte positive Rückwirkungen auf die Inflationsrate gibt.

Insgesamt erwarten wir daher keinen nachhaltigen Anstieg der Inflationsrate. Sollte die Krise in eine längere Schwächephase münden wären sogar mittelfristig wieder deflationäre Effekte möglich.

3 Strukturveränderungen in der Wirtschaft

Digitalisierung

Die Krise hat insbesondere in Deutschland eklatante Mängel im Digitalisierungsgrad der Volkswirtschaft offengelegt. Wir erwarten, dass zukünftige Investitionen verstärkt in diesen Sektor fließen, wobei sich der Mittelzufluss nicht nur auf Private, Unternehmen, sondern auch den Staat erstrecken wird. Auch der Ausbau des 5G muss verstärkt vorangetrieben werden, da eine hohe Konnektivität in Echtzeit von starker Bedeutung wird. Bei künftigen Krisen (und auch der jetzigen Krise) muss es möglich sein, sehr schnell Infektionsherde zu erkennen und ihre Entwicklung schnell zu verfolgen. Nur so ist die schnelle Ausbreitung zu verhindern. Durch eine entsprechende Kontrolle der Ausbreitung könnte damit auch auf die einschneidenden Wirtschaftsmaßnahmen weitgehend verzichtet werden. Wer sich dabei auf den Datenschutz beruft, nimmt in Kauf, dass allein wegen des Datenschutzes Menschenleben und die Wirtschaft gefährdet werden. Südkorea, Taiwan, Singapur und Island haben durch diese Art der Kontrolle die Anzahl der Infizierten sehr viel kleiner als in Europa gehalten. Die Diskussion über die sogenannte elektronische Nachverfolgung hat in Deutschland erst in den letzten Tagen begonnen, aber es ist davon auszugehen, dass sich im Parlament eine Mehrheit für derartige Maßnahmen ergeben wird.

Die schnelle Umsetzung der Digitalisierung in Deutschland leidet auch darunter, dass es kein eigenes Ministerium für diesen Bereich gibt. Diese Situation führt auch dazu, dass bereitgestellte Gelder oftmals nicht abgerufen werden.

Gesundheitswesen

Wir erwarten hier eine Stärkung auf allen Ebenen der medizinischen Versorgung. Hierbei geht es nicht nur um die adäquate Ausstattung der Krankenhäuser mit Personal und Material, sondern auch um die stärkere Vernetzung (Digitalisierung), um in künftigen Krisen schneller und wirksamer agieren zu können.

Besondere Bedeutung kommt der schnelleren Entwicklung von neuen Medikamenten und Impfstoffen zu. Wir müssen davon ausgehen, dass neue Viren oder Mutationen des Covid-19 in den nächsten Jahren immer wieder auftreten (können). In dieser Krise hat sich gezeigt, dass die Entwicklung zur wirksamen Bekämpfung und Eindämmung des Virus zu langsam erfolgt. Eine Beschleunigung kann nur erreicht werden, wenn die Forschung mit den Methoden der künstlichen Intelligenz intensiviert wird und zugleich die höheren Rechenkapazitäten von Supercomputern genutzt werden.

Nach dem neuesten Stand der Forschung (Veröffentlichung am 5. März 2020) haben Forscher des Oak Ridge National Laboratory (ORNL) des US-Energieministeriums mit Hilfe eines Supercomputers 77 kleinmolekulare Medikamentenverbindungen identifiziert, die möglicherweise weitere Studien im Kampf gegen das Coronavirus SARS-CoV-2 als sinnvoll erscheinen lassen. Mit dem Supercomputer wurden Simulationen von mehr als 8.000 Verbindungen durchgeführt, um nach denjenigen Verbindungen zu suchen, die am wahrscheinlichsten an das Hauptprotein Spike (S) des Coronavirus binden. Das Ziel besteht darin ein Medikament zu finden, das an das Spike Protein bindet und damit das Virus außerstande setzt, die Wirtszellen zu infizieren. Durch den Einsatz des Supercomputers konnten die Rechnungen in zwei Tagen durchgeführt werden und damit wesentlich schneller als mit herkömmlichen Computern, die erst nach mehreren Monaten Ergebnisse geliefert hätten. Allerdings ist das Ziel der Einsatz von Quantencomputern, die nochmals eine deutliche Beschleunigung ermöglichen würden, so dass möglicherweise nicht nur die Entwicklung von Medikamenten, sondern auch ihr Test direkt am Computer vorgenommen werden kann. Eine solche Entwicklung ist jedoch frühestens in 5 Jahren zu erwarten.

Obwohl die Entwicklung von Medikamenten und Impfstoffen gegen Viren von hoher Bedeutung ist, kommt der Entwicklung von Methoden des „Virus-Tracking“ ebenfalls hohe Bedeutung zu. In den Medien in Deutschland und in der Politik werden diese Möglichkeiten viel zu selten erwähnt, da sie mit dem Ziel des Datenschutzes kollidieren, welches einen hohen Stellenwert hat. Ein Beispiel der Gesellschaft BlueDot macht deutlich, dass durch den Einsatz der Methoden der künstlichen Intelligenz (KI) bereits sehr frühzeitig Warnungen für Reisende gegeben wurden: BlueDot warnte nach einem Bericht von Forbes bereits am 31. Dezember 2019 seine Kunden über Reisen nach Wuhan. In der Zukunft wird man mit KI auch das Reiseverhalten untersuchen sowie Daten aus sozialen Netzwerken, um die Verbreitung von Viren in Echtzeit nachzuverfolgen.

Es ist nicht unbedingt notwendig, dass medizinische Ausrüstung in Deutschland vollständig produziert wird und so die Vorteile der Globalisierung nicht mehr genutzt werden können. Die Produktion kann auch im Ausland stattfinden. Wenn die Produktion zur Nutzung von Kostenvorteilen jedoch im Ausland geschieht, ist es erstrebenswert, dass die Produktion in Tochtergesellschaften von heimischen Firmen vorgenommen wird, um auf diese Art eine vollständige Kontrolle über Qualität und Nutzung zu gewährleisten. Wenn in anderen Wirtschaftszweigen ähnliche Überlegungen angestellt werden, so muss die derzeitige Krise nicht das Ende der Globalisierung bedeuten. Trotzdem werden sich die Nationalstaaten bemühen, insbesondere Grundgüter der

medizinischen Versorgung in den Heimatstaaten zu produzieren.

Auch wenn jetzt vielfach das Ende der Globalisierung beschworen wird teilen wir daher nicht diese Einschätzung. Die Lieferketten werden sich im Hinblick auf die Sicherung von Qualität und Liefersicherheit jedoch wandeln. Gerade die Krise hat gezeigt, dass es auch von Vorteil sein kann, wenn nicht alle (Vor-)güter aus nur einer Region bezogen werden. China kann hat z.B. die Produktion in einigen wichtigen Gütern der Medizinbranche wieder hochgefahren und kann damit viele Staaten mit Atemschutzmasken versorgen.

Automatisierung

Wissenschaftler haben nachgewiesen, dass nach großen Krisen der Automatisierungsgrad in der Wirtschaft oftmals sprunghaft ansteigt. Unternehmer ersetzen in der Krise Arbeitnehmer mit geringer Qualifikation durch Technologie, damit sie nach Krise ihre Produktivität schneller steigern können. Einer Studie von Brookings zufolge sind von diesem Trend besonders die Arbeiter mit geringer Qualifikation betroffen (s. die nachstehende Übersicht wegen Details).

Industrial family	Annual labor productivity growth, 2000-16	Automation potential
Accommodation and Food Services	-0.8%	73%
Manufacturing	2.9%	59%
Transportation and Warehousing	0.2%	58%
Agriculture, Forestry, Fishing and Hunting	3.3%	57%
Retail Trade	0.9%	53%
Mining, Quarrying, and Oil and Gas Extraction	3.2%	51%
Other Services (except Public Administration)	-1.6%	49%
Construction	-1.0%	47%
Wholesale Trade	1.7%	44%
Utilities	-0.2%	43%
Finance and Insurance	1.1%	42%
Arts, Entertainment, and Recreation	0.4%	41%
Administrative and Support and Waste Management and Remediation Services	2.1%	41%
Real Estate and Rental and Leasing	2.1%	40%
Government	-0.1%	37%
Health Care and Social Assistance	0.2%	36%
Information	6.2%	35%
Management of Companies and Enterprises	0.1%	34%
Professional, Scientific, and Technical Services	0.9%	34%
Educational Services	-0.7%	27%
U.S. total	0.8%	46%

Source: Brookings analysis of BLS, Census, EMSI, Moody's, and McKinsey data

In letzter Konsequenz würden besonders diejenigen Schichten der Bevölkerung belastet, die auch durch die Corona-Krise besonders betroffen werden.

4 Konjunkturelle Belastung der Wirtschaft

Zur Abschätzung der Kosten der Rettungsmaßnahmen kann man sich am Sozialprodukt in der Entstehung orientieren, wo in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung für die verschiedenen Sektoren detailliert die Wirtschaftsleistung jedes Sektors berechnet wird. Das Sozialprodukt in der Entstehung

dieser Sektoren entspricht nach der Saldenmechanik der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung dem Volkseinkommen in diesem Sektor, so dass man direkt für die jeweiligen Sektoren von dem Einnahmeausfall auf die Kosten für den Staat schließen kann.

Automobilsektor

Die niedrigen Benzinpreise haben in früheren Zeiten insbesondere in den USA oftmals den Automobilabsatz beflügelt. In der jetzigen Krise gehen wir davon aus, dass die hohe Unsicherheit über die zukünftige finanzielle Situation weite Teile der Bevölkerung davon abhalten wird, ihre geschrumpften Ersparnisse für den Kauf eines Automobils zu verwenden. Dieser Sektor leidet daher nicht nur unter strukturellen Problemen, sondern künftig noch stärker auch unter zyklischen Problemen. In diesem Sektor wird es daher zu einem dauerhaften Anstieg der Arbeitslosigkeit kommen, der durch Kurzarbeit nur temporär aufgeschoben werden kann.

Handel, Verkehr, Gastgewerbe

Dieser Sektor hat in 2019 zum Sozialprodukt von Euro 3.093 Mrd. 16% (Euro 502 Mrd.) beigetragen. Dieser Sektor beschäftigt jedoch 22% (10,2 Mio Menschen) aller Erwerbstätigen in Deutschland. Es ist daher folgerichtig, dass die Regierung den Beschäftigten in diesem Sektor mit Zuschüssen direkte Unterstützung gewährt.

Allerdings sind in diesem Sektor nicht alle Wirtschaftszweige gleichermaßen von einer Schließung betroffen. Betrachtet man die am stärksten betroffenen Sektoren Verkehr (ohne Postdienste) und Gastgewerbe, so ergibt sich lediglich ein Betrag von Euro 158 Mrd.

Verkehr

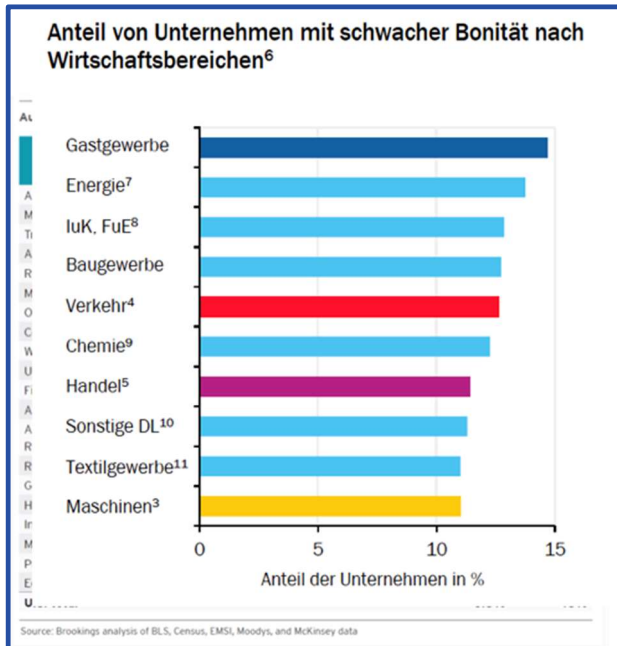
Fakt ist, dass viele Fluggesellschaften ihre Kapazität reduziert haben und in naher Zukunft nicht wieder auf das alte Niveau bringen werden. Die Lufthansa hat dies bereits bestätigt. Kapazitätseinbußen können sich auch daraus ergeben, dass kleinere Gesellschaften in Insolvenz geraten und nicht vom Staat gerettet werden.

Fraglich ist, ob es eine dauerhafte Änderung des Flugverhaltens der Geschäftsreisenden gibt. Möglicherweise werden Geschäftsreisende zunächst Geschäftsreisen durch Videokonferenzen ersetzen, sowohl aus Kosten- als auch aus Gründen des Klimaschutzes (insbesondere bei Kurzstrecken). Bei Beibehaltung der von der Lufthansa geplanten Kapazitätskürzungen wird es auch in diesem Sektor zu einem dauerhaften Anstieg der Arbeitslosigkeit kommen.

Bis zur Entwicklung eines Impfstoffes ist anzunehmen, dass auch viele Urlaubsreisende ihr Flugverhalten ändern und im Zweifel auf Reisen mit dem Flugzeug verzichten werden.

Gastgewerbe

Trotz der vielfältigen Liquiditätshilfen für kleine und mittlere Unternehmer ist davon auszugehen, dass nicht alle Hotels die Krise unbeschadet überleben.



Zu Insolvenzen kann es dann kommen, wenn eine mehrwöchige/mehrmonatige Schließung zusammenfällt mit einer bereits zuvor angespannten Finanzlage. Es ist zu befürchten, dass es auch in diesem Sektor zu einem dauerhaften Anstieg der Arbeitslosigkeit kommt, da Insolvenzen nicht zu vermeiden sind. Gerade im Gastgewerbe ist der Anteil der Unternehmen mit schwacher Bonität relativ hoch (s. vorstehendes Schaubild aus dem Sondergutachten des Sachverständigenrats). Andererseits ist es möglich, dass die Regierung gerade in diesem Sektor den Unternehmen mit Zuschüssen eine längere Unterstützung gewährt.

Kreuzfahrten

Dieser Sektor dürfte nach der Krise einen dauerhaften Schaden erleiden, da die Kunden nicht nur aus Umweltgründen, sondern auch Vorsichtsgründen ihr Buchungsverhalten stark einschränken werden. Wir erwarten hier bei vielen Gesellschaften Insolvenzen, die sich auch auf die angeschlossenen Betriebe in der Wertschöpfungskette erstrecken werden (z.B. Werften). Im Gegensatz zum Flugverkehr erfüllen Kreuzfahrtschiffe keine wichtige Funktion in der Mobilität und der Staat wird daher sehr zurückhaltend

sein mit der Vergabe von Unterstützung. Die US-Regierung hat deshalb bereits Hilfen für die betroffenen Firmen versagt.

Sonstige Dienstleister

Dieser Sektor ist zwar in der gegenwärtigen Krise besonders stark von den Einschränkungen des öffentlichen Lebens betroffen, sein Anteil an der Wertschöpfung des Sozialprodukts ist jedoch relativ gering. 2019 wurde in diesem Sektor eine Wertschöpfung von Euro 116 Mrd. (also knapp 4 % des Sozialprodukts) erzielt. Davon entfallen auf Kunst, Unterhaltung, Erholung, Kultur und Sport ca. Euro 80 Mrd.. In diesem Sektor kann der Staat daher mit relativ wenig finanziellem Aufwand Unterstützung leisten.

5 Eurozone

Insgesamt hat die Eurozone in den vergangenen Wochen kein gutes Bild in der Corona-Krise abgegeben. Sowohl die Diskussion über die Finanzierung als auch über die (viel zu späte) medizinische Unterstützung für Italien und Frankreich zeugt nicht von hoher Solidarität. Insbesondere bei der medizinischen Versorgung ging in den europäischen Mitgliedstaaten zunächst Eigennutz vor Solidarität, was sich etwa in den Exportbeschränkungen für medizinische Schutzausrüstung innerhalb des EU-Binnenmarktes zeigte

Italien wird nach Beendigung der Krise seine Staatsverschuldung deutlich gegenüber dem Vorkrisen-Niveau von ca. 130% zum BIP ausweiten. Obwohl bisher der größte Teil der Schulden von Inländern gehalten wird, ist es kaum vorstellbar, dass die Italiener nach der Krise in der Lage sein werden, aus eigenen Ersparnissen das zusätzliche Angebot zu absorbieren. Italien (und möglicherweise auch Spanien) ist daher auf Unterstützung der Eurozone angewiesen. Es ist fast unerheblich, ob diese Unterstützung über den Kauf italienischer Staatsanleihen durch die EZB erfolgt (wo die europäischen Länder gemeinschaftlich haften) oder ob die finanzielle Hilfe über die Ausgabe sogenannter Coronabonds erfolgt, wo die europäischen Länder ebenfalls gemeinschaftlich haften würden.

Es ist fraglich, ob die Mittel, die unter Auflagen über den ESM bereitgestellt werden können, wirklich ausreichen. Außerdem wird es für Italien schwer sein zu akzeptieren, dass, wie die deutsche Bundesregierung fordert, die Verwendung der Mittel an gewisse Bedingungen geknüpft wird - etwa die Verwendung der Gelder im Gesundheitswesen - , da die Not sich auf alle Wirtschaftsbereiche erstreckt.

Bei einer Verschärfung der Schuldenkrise in Italien und fehlender oder ungenügender finanzieller Unterstützung durch die EU ist es möglich, dass in Italien erneut Stimmen Oberhand finden, die den Austritt aus der EU befürworten. Italien verfügt über einen relativ starken industriellen Sektor, der bei einem Austritt aus dem Euro von einer schwächeren Währung profitieren würde. Im Extremfall könnten italienische Schuldner versuchen je nach Wechselkurs der neuen Währung ihre Verschuldung zu drücken durch einen Schuldenschnitt oder Insolvenz mit Neugründung. Hier würde man nach einer Regelung suchen, die heimische Schuldner möglichst wenig belastet. In dem 2014 veröffentlichten Buch **Il curoto Reich** stellen die italienischen Autoren eindrucksvoll dar, dass Italien durch die Einführung des Euro an Wettbewerbsfähigkeit verloren hat (verschwiegen wird allerdings, dass Italien von dem Rückgang der Zinsen profitiert hat). Es ist davon auszugehen, dass die in diesem Buch geäußerten Überlegungen in der italienischen Gesellschaft nach der jetzigen Krise wieder Auftrieb erhalten.

Spanien ist im Gegensatz zu Italien wesentlich stärker am Erhalt der Eurozone interessiert und mit einer Staatsverschuldung von ca. 100 % nicht so hoch verschuldet wie Italien. Aufgrund der Dimension der Probleme wird jedoch Spanien ebenfalls mit Macht für eine Ausgestaltung der Finanzierung der Eurozone eintreten, die die besondere Situation der jetzigen Notlage berücksichtigt.

Der Sachverständigenrat hat sich in seinem Sondergutachten zwar auch mit der Schuldenproblematik in der Eurozone befasst, jedoch lediglich das Offensichtliche konstatiert - ein Anstieg der Verschuldung - und praktisch keine Aussage gemacht zu den Auswirkungen der Erhöhung der Verschuldung:

„Im Zuge der Corona-Pandemie könnten die Mitgliedstaaten mit einem deutlichen Anstieg der Schuldenstandsquoten konfrontiert werden. Zum einen dürfte es zu signifikanten Ausfällen bei den Steuereinnahmen kommen. Zum anderen werden Kosten für die Bekämpfung negativer wirtschaftlicher Auswirkungen anfallen. Schließlich ist mit einem temporären Rückgang des BIP zu rechnen, wodurch sich die Schuldenstandsquote weiter erhöht. Sofern eine erfolgreiche Bekämpfung der Pandemie und ihrer wirtschaftlichen Folgen und eine Rückkehr auf den früheren Wachstumspfad gelingen, ist bislang allerdings kaum von einer Gefährdung der langfristigen Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen auszugehen.“

Auch in den weiteren Ausführungen zur Thematik beschäftigt sich der Sachverständigenrat lediglich mit einer Aufzählung der Finanzierungsmöglichkeiten der verschiedenen Instrumente der Eurozone und den Möglichkeiten der Sicherstellung der Ver-

schuldungsfähigkeit der Eurostaaten. Diese Programme sind bekannt und eröffnen dem Leser keine neuen Erkenntnisse. Für die Marktteilnehmer wäre es jedoch wesentlich relevanter zu erfahren, wie sich der erwartete starke Anstieg der Verschuldung auf die Finanzmärkte auswirkt, wenn feststeht, dass insbesondere Italien allein mit den Instrumenten der Eurozone nicht genüge getan ist.

In Italien ist außerdem das Verhältnis von Zins und Wachstum positiv, so dass sich aus der Formel zur Entwicklung der Schuldendynamik ergibt, dass Italien zur Vermeidung einer negativen Schuldendynamik einen entsprechend hohen positiven Primärsaldo benötigt. Aufgrund der wirtschaftlichen Abschwächung wird dieses Ziel jedoch in absehbarer Zeit unmöglich und Italien sucht daher nach Wegen die Schulden erträglich zu halten. Aus Sicht der Eurozone ist die Zurückhaltung vor sogenannten Coronabonds jedoch auch deshalb verständlich, da die Bevölkerung in Italien (und auch Spanien) über ein hohes Vermögen verfügt und es anderen Ländern der Eurozone kaum zugemutet werden kann, für die Sünden der Vergangenheit zu haften. Bei Redaktion dieses Textes ist die Diskussion über das Pro und Contra der Einführung von Coronabonds in eine hitzige Diskussion geraten und es bleibt abzuwarten, ob und wie in Italien die Wahrnehmung fehlender europäischer Solidarität vermieden werden kann.

6 Schwellenländer

Die Schwellenländer sind von der Krise in unterschiedlicher Weise betroffen: Obwohl sie von den niedrigen US-Zinsen profitieren, werden sie durch den starken Rückgang der Rohstoffpreise und dem Rückgang des Welthandels betroffen.

Bei den einzelnen Ländern stellt sich die Situation unterschiedlich dar:

- Indien: Positiv wirken niedrige Zinsen und niedrige Ölpreise, offen ist, inwieweit das Wirtschaftswachstum und das Gesundheitssystem durch die Ausbreitung des Virus betroffen wird
- Mexiko: Negativ betroffen von wirtschaftlicher Abschwächung des Nachbarlandes, fallenden Ölpreisen und Rückgang des Tourismus
- Russland: Negativ betroffen vom Rückgang des Ölpreises, Land jedoch relativ autark und weniger stark in den Welthandel eingebunden; solide Haushaltsdaten lassen den Rückgang des Rubel als temporär erscheinen; unklar, inwieweit die Ausbreitung des Virus eingedämmt werden kann
- China: Rückkehr zur Normalität erfolgt langsam, positiv zu werten ist die Eindämmung des Virus durch strenge Maßnahmen der physischen und elektronischen Nachkontrolle.

7 Politik und Gesellschaft

Solidarität

In der Bevölkerung mehren sich Stimmen, die davon sprechen, dass sich nach der Corona-Krise vieles verändern wird. Oft wird damit gemeint, dass es eine stärkere Solidarität geben wird. In der Tat lassen sich jetzt Beispiele finden, wo z.B. älteren Menschen beim Einkaufen geholfen wird. Das bisherige Verhalten der Bevölkerung lässt jedoch erhebliche Zweifel zu, ob es wirklich zu einer nachhaltigen stärkeren Solidarität kommt, wenn größere Bevölkerungsteile von einer Einbuße ihrer Erträge betroffen werden: Die Schlacht ums Toilettenpapier in Deutschland und die gestiegene Anzahl von Waffenkäufen in den USA mögen nur Indizien sein, sie deuten jedoch darauf hin, dass in der Not andere Regeln herrschen. Wenn weder im Alltagsleben noch in der Eurozone eine erhöhte Solidarität spürbar ist, so wird sie auch bei der Finanzierung der Lasten aus der Corona-Krise möglicherweise nicht entstehen. Ein Corona-Zuschlag, z.B. auf die Einkommensteuer, würde damit wohl kaum auf breite Zustimmung stoßen.

Wenn die Wirtschaft im nächsten Jahr wieder auf einen erhöhten Wachstumspfad zurückkehrt wird diese Krise möglicherweise schnell in Vergessenheit geraten und zu keinem Wandel im Verhalten der Bevölkerung führen, es sei denn, dass es zu einer Massenarbeitslosigkeit von ungeahntem Ausmaß kommt.

Politik

Es besteht die Gefahr, dass zur Finanzierung der Kosten der Krise linke Gruppierungen auf eine stärkere Umverteilung pochen. Bereits jetzt sind in Deutschland und Spanien solche Ansätze besonders in der Mietgesetzgebung spürbar.

Noch gravierender wiegt jedoch der Umstand, dass in der Krise jahrzehntelange Grundsätze unseres Rechtssystem in Frage gestellt werden. Das Vertragsrecht in den westlichen Demokratien war bisher von dem Grundsatz *pacta sunt servanda* geprägt. Im Zuge der Corona-Krise wurde dieser Grundsatz jedoch beschädigt durch die kürzlich in Deutschland im Parlament beschlossene Möglichkeit der vorübergehenden Aussetzung von Mietzahlungen. In Deutschland gab es bis zum ersten Weltkrieg eine starke Abneigung gegen die Einführung des Grundsatzes der *clausula rebus sic stantibus* (*unvorhergesehene Änderungen*), die dem Schuldner bei einer Störung der Geschäftsgrundlage eine Leistungsverweigerung ermöglichte. Obwohl man in der Gesellschaft durch diese Klausel eine Beeinträchtigung der Rechtssicherheit befürchtete, wurde das Institut der *clausula rebus sic stantibus* 1922 vom Reichsgericht eingeführt.

Die Beeinträchtigung der Rechtssicherheit ist bereits wenige Tage nach der vom deutschen Parlament beschlossenen Änderungen spürbar, wie man an dem Beispiel der Mietaussetzung von Adidas & Co. erkennen kann. In Spanien beruft sich Orange (die eher von der Krise profitiert) ebenfalls auf diese Klausel und setzt Mietzahlungen an Vermieter aus. Wenn sich diese Praxis fortsetzt, werden Gewerbeimmobilien möglicherweise stark an Wert verlieren und je nach Finanzierung auch den Finanzsektor belasten. In jedem Fall wären hiermit Friktionen verbunden, die die Wirtschaftstätigkeit aufgrund der Beeinträchtigung der Rechtssicherheit belasten würden.

8 Finanzmärkte

Nach Berichten von Analysten fiel der DAX in früheren Krisenzeiten etwa auf die Höhe des Buchwerts. Der Buchwert wird von Analysten derzeit etwa zwischen 8.000 und 8.200 Zählern gesehen. In dem Maße wie die Anzahl der Infizierten in Europa abnimmt wird es unwahrscheinlicher, dass der DAX dieses Niveau wieder testet. Die Nachrichtenlage wird sich jedoch zunehmend von der Berichterstattung über das Virus auf Wirtschafts- und Finanzthemen konzentrieren, so dass die hohe Volatilität anhalten wird und es verfrüht ist an eine dauerhafte Erholung zu denken, besonders da nicht erkennbar ist, wann die USA den Höhepunkt der Krise erreichen und wie stark die Arbeitslosigkeit ansteigt. Arbeitnehmer in den USA sind nicht wie in Deutschland oder Europa durch ein engmaschiges soziales Netz geschützt, so dass der „Wiederaufbau“ länger dauern kann.

Die Finanzmärkte haben sich von den Rettungspaketen nicht wirklich beeindruckt lassen, aber sie reichten aus um einen weiteren freien Fall zu verhindern. Die Rettungspakete (vielfach fälschlicherweise als *Fiskalimpuls* bezeichnet) stellen in der Tat nur eine Notlösung dar, die den Unternehmen Luft zum Überleben verschafft. Auch in Deutschland müssen wir von einem dauerhaften Anstieg der Arbeitslosigkeit ausgehen, der die Sozialkassen belastet und die Wirtschaftsleistung beeinträchtigt.

Die Krise führt auch durch den niedrigen Ölpreis zu scharfen Verwerfungen im weltweiten Finanz- und Wirtschaftssystem. Es ist fraglich, inwieweit Insolvenzen im amerikanischen Energiesektor auf diesen Sektor begrenzt bleiben, oder ob nicht vielmehr der Bankensektor ebenfalls geschädigt wird und daher über den Bankensektor aufgrund einer geringeren Kreditvergabe auch andere Sektoren in Mitleidenchaft geraten.

9 Fazit

In den von Covid-19 betroffenen Staaten wurde schnell mit Rettungsprogrammen reagiert, die für einen begrenzten Zeitraum den privaten Haushalten und Unternehmen das Überleben sichern. Die Medien fokussieren sich in ihrer Berichterstattung daher genau auf diese Aspekte sowie die Maßnahmen zur Eindämmung der Ausbreitung des Virus. Spätestens nach der Aufhebung der Ausgangsbeschränkungen werden die Medien (und der Markt) jedoch ihr Augenmerk verstärkt auf die Konsequenzen der Krise richten. Auch in Italien ist zu erwarten, dass die Medien die Frage nach den Lasten stellen (derzeit befassen sich die italienischen und spanischen Medien ausschließlich mit den Details zum Verlauf der Epidemie).

Der Sachverständigenrat hat ein tendenziell das Bild einer schnellen Erholung gezeichnet. Eine oberflächliche Lektüre des 90-Seiten Dokuments erweckt jedoch den Eindruck, dass die vielfältigen weltweiten Aspekte und Wechselwirkungen nicht ausreichend berücksichtigt werden und auch nicht berücksichtigt werden können, da bisher noch nicht einmal bekannt ist, wann das Virus eingedämmt ist und wann ein Medikament bzw. Impfstoff zur Verfügung steht.

Trotzdem können einige Aspekte festgehalten werden: In dieser Krise wird es viele Verlierer geben:

- Unternehmen, die nicht gerettet werden können und in Insolvenz geraten
- Arbeitnehmer, die aufgrund ihrer Zugehörigkeit zur falschen Branche oder Unternehmen und/oder mangelnder Qualifikation dauerhaft ihren Arbeitsplatz verlieren
- Staaten, die unter niedrigen Rohstoffpreisen leiden und/oder deren Wertschöpfung durch eine Änderung der Lieferketten beeinträchtigt wird
- Sparer, deren Ersparnisse indirekt durch ultraniedrige Zinsen weiter entwertet werden
- Arbeitnehmer mit Anspruch auf Betriebsrenten, da bei dauerhaft niedrigen Zinsen eine Aufrechterhaltung ihrer Ansprüche nur durch steigende Einzahlungen gewährleistet werden kann
- Alle Arbeitnehmer, da sie mit höheren Sozialausgaben rechnen müssen

Es wird je nach Branchenzugehörigkeit auch Gewinner geben, wozu besonders die Unternehmen und Beschäftigten im Technologiesektor und im Gesundheitswesen zählen werden. Auch Rentner werden tendenziell profitieren, da ihre Renten regelmäßig angepasst werden. Beamte und Bedienstete im

öffentlichen Sektor werden profitieren, da ihre Arbeitsverhältnisse relativ sicher sind.

Insgesamt wird es aufgrund der strukturellen Veränderungen in einer Vielzahl von Geschäftsfeldern zu Friktionen kommen, die mit Kosten verbunden sind und daher die Ertragskraft der Unternehmen beeinträchtigen. Viele Unternehmen werden daher ihre alten Höchstkurse erst nach Jahren wieder erreichen oder vollständig vom Börsenzettel verschwinden.

Die hohe Unsicherheit über die Zukunft der Eurozone und die niedrigen Zinsen haben den Goldpreis weit über seine Erstellungskosten getrieben. Auch wenn die USA derzeit zum Epizentrum der Corona-Krise gehören, werden sie nach der Krise aufgrund der Stärke ihres Technologiesektors gestärkt hervorgehen, so dass der US-Dollar weiter profitieren sollte.

Die Krise wird den Strukturwandel in vielen Bereichen der Wirtschaft beschleunigen. In deren Folge werden schwache Unternehmen verschwinden (z.B. die Restaurantkette Vapiano) und starke Unternehmen werden gestärkt aus der Krise hervorgehen, da sie schwache Unternehmen, deren Marktanteile oder deren Technologie billig kaufen können.

Die Krise hat auch gezeigt, dass der Telekommunikationssektor als kritische Infrastruktur von hoher Bedeutung ist. Um diese Rolle stärker auszufüllen ist daher zu vermuten, dass auch der Ausbau des 5G beschleunigter vorangeht und der Staat die Einnahmenmaximierung aus dem Verkauf von Lizenzen in den Hintergrund stellt.

Aufgrund der erwarteten stärkeren Durchdringung der Digitalisierung und Automatisierung in Gesellschaft und Wirtschaft wird sich die Produktivität erhöhen. Eine solche Entwicklung wäre förderlich für die Wachstumsaussichten. Die mit dieser strukturellen Verstärkung der Wirtschaft verbundene Erhöhung der Wirtschaftsleistung kann auch dazu führen, dass die Kosten einer Erhöhung der Arbeitslosigkeit besser geschultert werden können. Wesentlich ist jedoch, dass die Zinsen dauerhaft niedrig bleiben, damit bei einer moderaten Wachstumsrate die Schuldentragfähigkeit erhalten bleibt.

Auch wenn kurzfristig die negativen Effekte der Krise überwiegen, sind wir optimistisch, dass die Weltgemeinschaft diese Krise überwinden wird. Hierzu ist jedoch neben der Entwicklung eines Impfstoffes die Schnürung von wirksamen Rettungspaketen erforderlich sowie eine Erhöhung der Produktivität durch eine stärkere Durchdringung digitaler Techniken (IT, Telekommunikation und künstliche Intelligenz) in allen Ebenen der Gesellschaft.