



**Jörg Angelé**  
Senior Economist

Analyse

## Konjunkturaussichten Eurozone: Kurzfristig holprig, mittelfristig glänzend

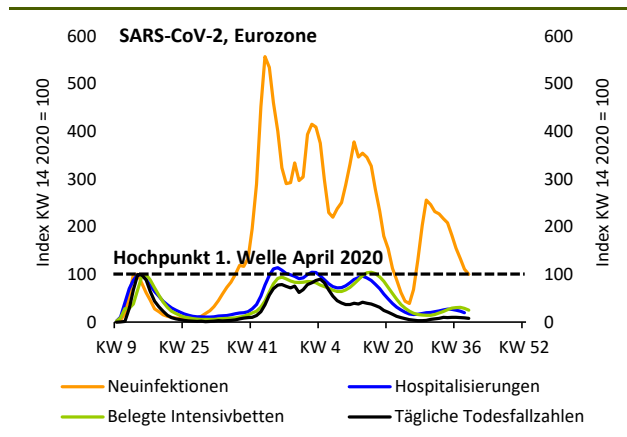
5. Oktober 2021

[www.bantleon.com](http://www.bantleon.com)

### Die vierte Welle ist gebrochen

Trotz des erneuten Aufflammens der Pandemie im Sommer, das einen merklichen Anstieg der Neuinfektionszahlen zur Folge hatte, erlebte die Eurozone in den vergangenen Monaten einen kräftigen Aufschwung. Nach einem Anstieg um 2,2% im 2. Quartal dürfte die Wirtschaftsleistung im 3. Quartal um 2,5% bis 3,0% zugelegt haben (Veränderung gegenüber dem Vorquartal). Das Vorkrisenniveau wäre damit wieder erreicht.

**Abb. 1: Die Corona-Pandemie verliert immer mehr an Schrecken**



Quellen: ECDC, BANTLEON

Zugleich ist die vierte Pandemie-Welle gebrochen. Die Inzidenzen sinken seit einiger Zeit in nahezu allen Ländern (vgl. Abbildung 1). Dabei ist es beispielsweise Spanien, Frankreich und den Niederlanden gelungen, die noch Anfang August sehr hohen Neuinfektionszahlen mit verhältnismässig milden Restriktionen (Maskenpflicht, Schliessung von Nachtclubs, Sperrstunden) in den Griff zu bekommen. Besonders erfreulich ist die Tatsache, dass die Zahl der Hospitalisierungen und der Todesfälle bis zuletzt nur geringfügig zugenommen hat (vgl. Abbildung 1). **In dieser Entwicklung spiegelt sich zum einen die**

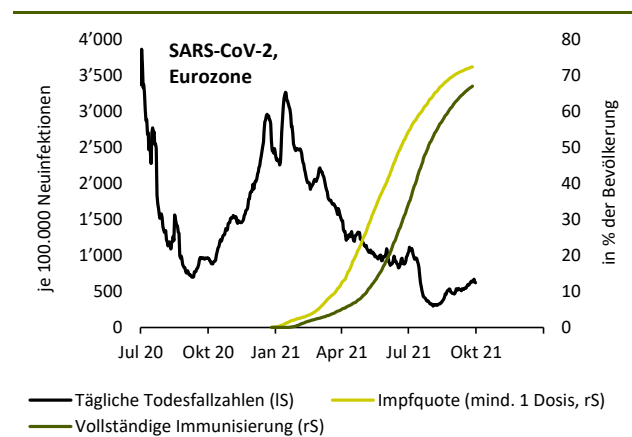
**mittlerweile erreichte hohe Impfquote wider: Bereits zwei Drittel der Bevölkerung sind vollständig immunisiert (vgl. Abbildung 2), bis zum Jahresende dürfte diese Zahl auf 75% steigen.** Zum anderen haben sich die Behandlungsmethoden von Covid-19 seit Beginn der Pandemie erheblich verbessert, so dass die Überlebenschance auch von Schwerverkrankten deutlich gestiegen ist.

### Die Pandemie

#### wird aber auch das Winterhalbjahr prägen

Dennoch wird die Coronavirus-Pandemie die wirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone voraussichtlich noch bis zum nächsten Frühjahr prägen. Ein erneuter merklicher Anstieg der Neuinfektionszahlen ist schon allein wegen der Witterungsverhältnisse im Winterhalbjahr sehr wahrscheinlich. Ausserdem kann sich das Virus mangels fehlender Impfmöglichkeit insbesondere unter Kindern noch ungehindert ausbreiten.

**Abb. 2: Dank hoher Impfquote ist der Anteil schwerer Krankheitsverläufe massiv gesunken**



Quellen: ECDC, OWD, BANTLEON

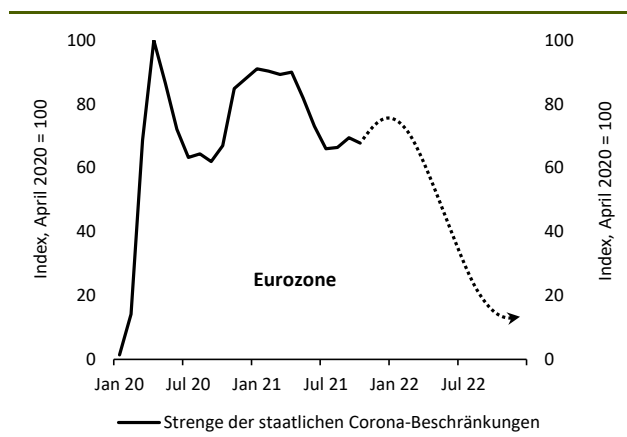
**Trotz der zu erwartenden erheblichen Zunahme bei den Neuinfektionszahlen ab Herbst halten wir die Auswirkungen auf das Gesundheitssystem für**

**verkräftbar.** Die inzwischen vorliegenden empirischen Daten aus zahlreichen Ländern deuten ebenso wie zahlreiche Studienergebnisse zwar darauf hin, dass der Impfschutz vor einer Infektion nach etwa einem halben Jahr merklich abnimmt, der Schutz vor einem schweren Krankheitsverlauf bleibt jedoch auch nach dieser Zeit äusserst hoch (etwa 95%, vgl. Abbildung 2).

### Neue »weiche« Restriktionen sehr wahrscheinlich

Das Infektionsgeschehen wird somit nicht gänzlich verschwinden. Selbst im theoretischen Fall einer 100%-igen Impfquote käme es immer wieder zu Neuinfektionen. Die Neuinfektionszahl wird wie bisher in Wellenbewegungen zu- und abnehmen. Allerdings hat jede neue Welle infolge der fortschreitenden Immunisierung durch Impfung oder Infektion weniger drastische Auswirkungen auf das Gesundheitssystem, d.h., die Zahl schwerer Krankheitsverläufe und Todesfälle nimmt in Relation zu den Neuinfektionszahlen ab (vgl. Abbildung 2); die Pandemie geht in eine Endemie über.

**Abb. 3: Die meisten Restriktionen werden im Lauf des nächsten Jahres wegfallen**



Quellen: OWD, BANTLEON

Die Politik wird auf diese Entwicklung mit verschiedenen Massnahmen reagieren. Erstens werden **Auffrischungsimpfungen** angeboten, um insbesondere Menschen, die zu einer Risikogruppe gehören, noch besser zu schützen. Darüber hinaus dürfte **ab Anfang 2022 Kindern ab fünf Jahren ein Impfangebot** gemacht werden, da zu diesem Zeitpunkt ein oder mehrere Impfstoffe für diese Altersgruppe zugelassen sein sollten. Zum Zweiten ist für Herbst und Winter von der **Wiedereinführung sämtlicher »weicher« Restriktionen** wie Maskenpflicht und Abstandsregeln auszugehen. Drittens zeichnet sich eine inzidenzabhängige **flächendeckende Einführung der 3G- bzw. 2G-Regel** ab, um Ungeimpfte vor einer

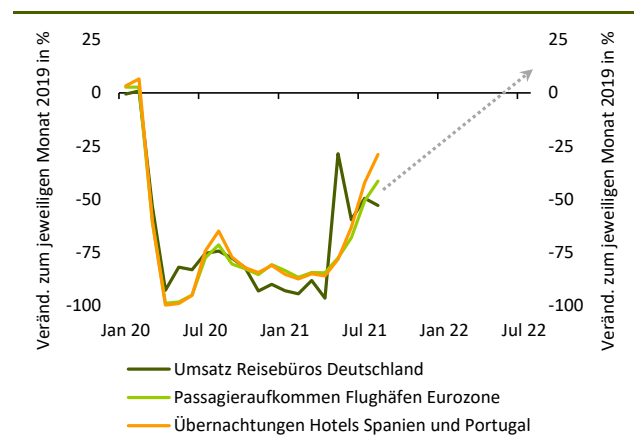
Infektion zu schützen und damit die Zahl schwerer Krankheitsverläufe einzudämmen.

**Viel weiter gehende Restriktionen scheinen uns in Anbetracht der Tatsache, dass der überwältigende Teil der erwachsenen Bevölkerung bereits vollständig immunisiert ist, politisch und auch rechtlich kaum noch durchsetzbar zu sein.**

### Die negativen Effekte auf die Konjunktur werden moderat ausfallen

Die neuerlichen Einschränkungen haben zwar ohne Zweifel einen negativen konjunkturellen Effekt. **Dieser wird jedoch relativ moderat ausfallen, da der Restriktionsgrad geringer ist als während der zurückliegenden Infektionswellen** (vgl. Abbildung 3). Einen Lockdown, der weite Teile des Wirtschaftslebens lahmlegt, wird es wie gesagt nicht mehr geben. Etwaige Konsumausfälle beim ungeimpften Teil der Bevölkerung können daher sogar durch eine höhere Nachfrage des geimpften Bevölkerungsteils ausgeglichen werden. Insbesondere in den Bereichen Tourismus, Freizeit, Sport und Kultur sehen wir weiteres Aufwärtspotenzial (vgl. Abbildung 4).

**Abb. 4: In Sachen Freizeit haben die Konsumenten noch einiges aufzuholen**



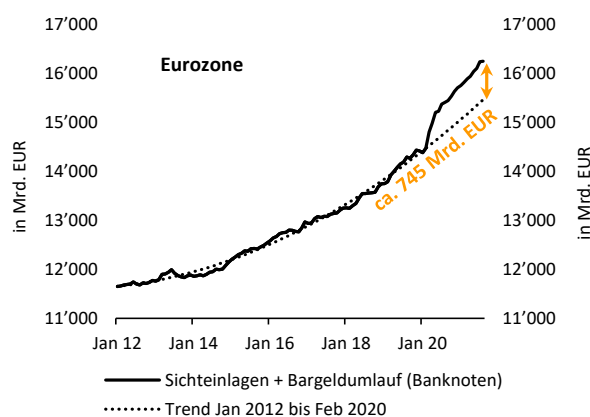
Quellen: ta.ts, Fraport, Aena, Flughafen Wien, nationale Statistikämter, BANTLEON

Aus diesem Grund gehen wir davon aus, dass der private Verbrauch auch im Winterhalbjahr leicht expandiert und mit ihm die Wirtschaftsleistung. Beim BIP rechnen wir im 4. Quartal 2021 und im 1. Quartal 2022 mit einem Plus von jeweils 0,5% bis 1,0% gegenüber dem Vorquartal, nach jeweils mehr als 2,0% im 2. und 3. Vierteljahr 2021. Einen nochmaligen BIP-Rückgang erwarten wir mithin nicht.

**Im Frühjahr und Sommer 2022 sollte die Pandemie weiter abebben und es ist von einer neuerlichen**

**Belegung der privaten Konsumausgaben auszuweichen.** Schliesslich liegt der private Verbrauch auf Basis unserer Prognosen auch im 1. Quartal 2022 noch etwa 1,5% unter dem Vorpandemieniveau. Wir halten es für sehr wahrscheinlich, dass dieses im nächsten Jahr nicht nur erreicht, sondern klar übertroffen wird.

**Abb. 5: Verbraucher so »flüssig« wie nie zuvor**



Quellen: EZB, BANTLEON

Dem Vorbild Dänemarks folgend sollten im 2. Quartal 2022 mit Erreichen eines hohen Immunisierungsgrads (Geimpfte plus Genesene) deutlich jenseits der 80% im Zusammenspiel mit günstigeren Witterungsverhältnissen auch in der Eurozone so gut wie alle Beschränkungen fallen (vgl. Abbildung 3). Dann können die Konsumenten aus dem Vollen schöpfen – an Geld mangelt es angesichts des enormen Sparüberhangs jedenfalls nicht: Private Haushalte und Unternehmen halten zurzeit rund 745 Mrd. EUR mehr an Bargeldreserven und auf Girokonten, als dies ohne Pandemie vermutlich der Fall wäre. Das entspricht gut 6% des nominalen BIP der Eurozone im Jahr 2019 (vgl. Abbildung 5). Davon abgesehen wird der private Konsum durch die rasche Erholung am Arbeitsmarkt sowie das ab 2022 zu erwartende höhere Lohnwachstum gestützt. Die Arbeitslosenquote dürfte noch vor Ende dieses Jahres unter das Vorkrisenniveau von 7,4% sinken.

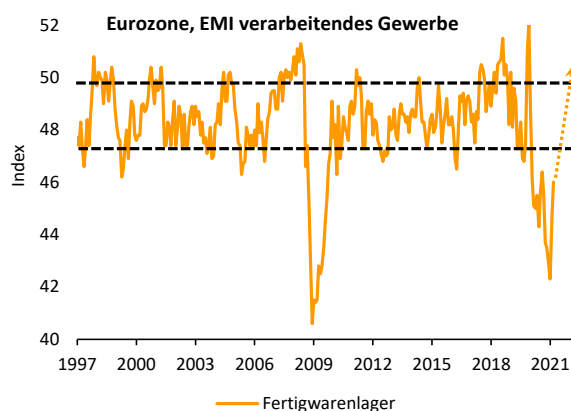
### Abgesehen vom Konsum sollten auch die Investitionen den Aufschwung stützen

Mit Blick auf die Investitionen werden neue »weiche« temporäre Einschränkungen unseres Erachtens keinen nennenswerten negativen Einfluss haben. **Wir rechnen mithin mit einer Fortsetzung des Aufholprozesses.** Angesichts einer anhaltend hohen Nachfrage aus dem In- und Ausland, die in Teilen der Industrie derzeit sogar zu Kapazitätsengpässen führt, sowie des von der Politik angestossenen Transformationsprozesses hin zu einer klimafreundlicheren

Wirtschaft dürften sowohl die Bau- als auch die Ausstattungsinvestitionen in den kommenden Quartalen spürbar zunehmen. Für weiter steigende Investitionen spricht darüber hinaus der Trend hin zu einer Reorganisation von Produktionsabläufen: weniger Verlagerung von Produktion ins ferne Ausland, diversifizierte Lieferketten, Reduktion der Abhängigkeit von einzelnen Lieferanten, mehr Lagerhaltung etc.

**Weiteren Rückenwind erwarten wir vor diesem Hintergrund von den Lagerinvestitionen.** Angesichts der gegenwärtigen Materialknappheit bei gleichzeitig vollen Auftragsbüchern haben die Unternehmen ihre Lagerbestände auf ein Minimum reduziert. Sobald es im Zuge einer Entspannung beim Thema Vormaterialien möglich ist, werden sie ihre Lagerbestände wieder auffüllen – vermutlich sogar in grösserem Umfang als vor der Pandemie (vgl. Abbildung 6). Allein dies würde den BIP-Zuwachs in den nächsten Quartalen um 0,5%- bis 1,0%-Punkte anschieben. **Vor diesem Hintergrund halten wir an unserer Prognose einer Zunahme des BIP um jeweils gut 5,0% in diesem und im nächsten Jahr fest.**

**Abb. 6: Leer gefegte Lager müssen aufgefüllt werden**



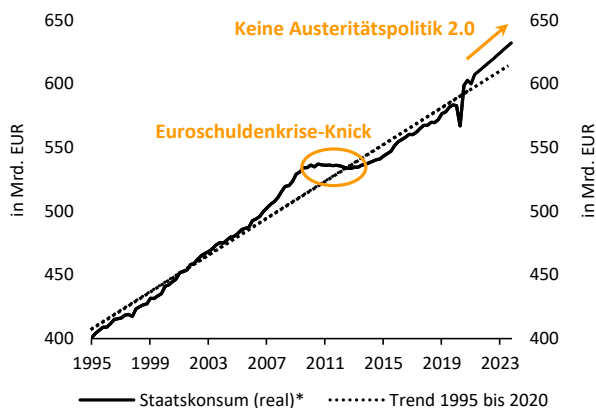
Quellen: Markit, BANTLEON

### Keine Austeritätspolitik 2.0

**Auch darüber hinaus bleiben die konjunkturellen Perspektiven günstig.** Denn anders als im Anschluss an die globale Finanzkrise 2008/2009 wird es in den kommenden Jahren keine Konsolidierung der Staatshaushalte geben. Damals wurde insbesondere den Peripherieländern eine Sparpolitik auferlegt, die sich zwischen Mitte 2009 und Mitte 2013 unter anderem in stagnierenden staatlichen Konsumausgaben und Investitionen niederschlug (vgl. Abbildung 7). Das war ein Grund für das im selben Zeitraum nur unterdurchschnittliche BIP-Wachstum von 0,7% pro Jahr. Jetzt spielen Schuldenstände und Budgetdefizite dagegen keine Rolle. Die EU-Fiskalregeln sind noch bis

Ende 2022 ausgesetzt und dürften danach nur in stark aufgeweichter Form wieder in Kraft gesetzt werden. Das Motto lautet: Nicht kleckern, sondern klotzen.

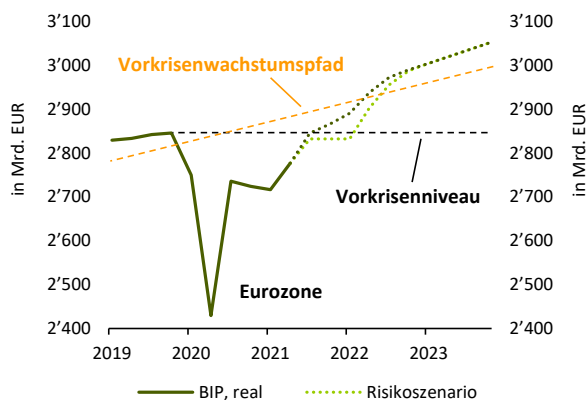
**Abb. 7: Staatliche Sparbemühungen werden den Aufschwung dieses Mal nicht ausbremsen**



Quellen: Eurostat, BANTLEON; \* ab Q3 2021 Prognose BANTLEON

Statt den Schuldenstand durch Sparanstrengungen zu reduzieren, will man nun aus den Schulden »herauswachsen«. Aus diesem Grund dürfte der Staatskonsum in der Eurozone in den kommenden Jahren jährlich um etwa 2,0% wachsen, was dem Durchschnitt der Jahre 1996 bis 2009 entspräche. Die EU-Kommission versüsst das Ganze mit mehr als 800 Mrd. EUR aus dem Wiederaufbaufonds Next Generation EU, von denen etwa 640 Mrd. EUR in Euroländer fließen. Das entspricht mehr als 5% des nominalen BIP der Eurozone im Jahr 2019.

**Abb. 8: Der Vorkrisenwachstumspfad sollte ab Mitte 2022 übertroffen werden**



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Wir sind daher sehr zuversichtlich, dass die Wirtschaftsleistung auch 2023 erkennbar stärker zunimmt, als es dem langfristigen Wachstumspotenzial von knapp 2,0% entspricht. Behalten wir Recht, wird der Vorkrisenwachstumspfad bereits Mitte 2022 erreicht und danach sogar übertroffen (vgl. Abbildung 8). Die Outputlücke wird dann positiv.

### Fazit: Die Aussichten für einen lang anhaltenden Aufschwung sind äusserst günstig

Die Wirtschaft der Eurozone hat ihr Vorkrisenniveau dank einer äusserst dynamischen Erholung bereits im Sommer erreicht – fast ein Jahr früher, als das viele Prognostiker, darunter auch die EZB, noch Anfang dieses Jahres für möglich gehalten hatten. Damit ist das Ende der Fahnenstange in konjunktureller Hinsicht unseres Erachtens jedoch nicht erreicht: Die Voraussetzungen für einen lang anhaltenden, sich selbst tragenden Aufschwung sind äusserst günstig.

Sowohl beim privaten Konsum als auch bei den Investitionen gibt es eindeutig noch Luft nach oben. Darüber hinaus sollten sich die staatlichen Konsumausgaben in den kommenden Jahren als Konjunkturstütze erweisen. Eine erneute Austeritätspolitik, die den Aufschwung abwürgen könnte, wird es nicht geben.

Als Hauptrisiko für unseren optimistischen Konjunkturausblick sehen wir gegenwärtig ein Szenario, in dem es in den nächsten beiden Jahren zu gut läuft. Angesichts voll- bzw. überausgelasteter gesamtwirtschaftlicher Kapazitäten könnte der aktuelle, massgeblich von den Energiepreisen getriebene Inflationsschub unerwartet starke Zweitrundeneffekte nach sich ziehen, die möglicherweise einer Lohn-Preis-Spirale den Weg bereiten: Die Arbeitnehmer wären in einer guten Verhandlungsposition, mehr als nur eine »Entschädigung« für die infolge der Pandemie erlittenen Reallohnverluste zu verlangen.

Spätestens dann wäre die EZB gezwungen, abrupt auf die geldpolitische Bremse zu treten. Die Folge wäre ein deutlicher Renditeanstieg, der den Aufschwung abwürgen könnte.

Beginnt die EZB jedoch frühzeitig, den geldpolitischen Stimulus schrittweise zurückzufahren, liesse sich ein solches Szenario vermeiden.

## **Rechtlicher Hinweis**

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON BANK AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu.