

Global Macro Matters

Einschätzung der wirtschaftlichen Folgen von Covid-19

Vanguard Research | Juni 2020

Autoren: Andrew J. Patterson, CFA; Shaan Raithatha, CFA; Adam Schickling, CFA; Maximilian Wieland; und Beatrice Yeo, CFA

Die Ausbreitung von Covid-19 erzwang einen abrupten Einbruch der Wirtschaftsaktivität weltweit. Anleger können mit einer tiefen, aber kurzen Rezession rechnen, auf die eine langsame, uneinheitliche Erholung folgt. In diesem Beitrag erläutern wir die Vorgehensweise von Vanguard bei der Einschätzung der wirtschaftlichen Auswirkungen des Covid-19-Schocks auf das BIP im Jahr 2020 und darüber hinaus.

Modellierung der Wirtschaft in einer Zeit extremer Unsicherheit

Wir nutzen ein breites Spektrum traditioneller Konjunkturdaten und Hochfrequenzindikatoren als Informationsbasis für unsere Modellierung. Bei unseren Analysen unterscheiden wir die wirtschaftlichen Auswirkungen von Covid-19 über drei Dimensionen:

- 1. Veränderungen auf der Sektorebene:** Da das Virus und die dadurch erforderlichen Eindämmungsmaßnahmen die verschiedenen Sektoren der Wirtschaft unterschiedlich beeinflussen, ist ein sektorieller Bottom-up-Ansatz erforderlich. Sektoren mit einem höheren Grad direkter persönlicher Interaktionen leiden schwerer unter der Krise und brauchen länger, um sich zu erholen, als Bereiche, die trotz sozialer Distanzierungsmaßnahmen gut weiterarbeiten können.
- 2. Angebot und Nachfrage:** Das Angebot hängt letztlich von der Eindämmungsstrategie der jeweiligen Regierung oder des betreffenden Staats, aber auch von Entscheidungen auf der Unternehmensebene ab. Sektoren, in denen ein größerer Grad an direkter persönlicher Interaktion erforderlich ist, werden in der Regel länger brauchen, um sich zu erholen, als andere. Die Nachfrage wird durch das geringere Gesamteinkommen, die Reaktion der geld- und finanzpolitischen Entscheidungsträger und den „Angstfaktor“ beeinflusst. Wir erwarten, dass das Zögern der Konsumenten, an risikoreicheren Aktivitäten zu partizipieren, stark vom Fortschritt bei der Entwicklung eines wirksamen Impfstoffs oder Medikaments abhängen wird. Daher erwarten wir, dass der Nachfrageschock erheblich länger anhalten wird als der Versorgungsschock, sofern keine unerwartete medizinische Entwicklung eintritt.
- 3. Länderspezifische/regionale Unterschiede:** Wir berücksichtigen die unterschiedlichen Auswirkungen in verschiedenen Ländern und Regionen. Diese Unterschiede können unter anderem auf verschiedenartige zeitliche Verläufe und Schweregrade der Ausbrüche, staatliche Eindämmungsstrategien sowie geld- und finanzpolitische Reaktionen zurückgeführt werden.

Zunächst beschreiben wir die zwei Stufen unserer Methode: Kalibrierung des Umfangs des ersten Schocks und Kalibrierung der Dauerhaftigkeit des Schocks.

Abbildung 1 veranschaulicht unsere Analyse der US-Wirtschaft. Danach fassen wir unsere BIP-Prognosen für die maßgeblichen, von uns beobachteten Regionen zusammen.

Schritt 1: Kalibrierung des Umfangs des ersten Schocks

Wir kalibrieren den Umfang des ersten Schocks mithilfe von traditionellen Indikatoren und häufig ermittelten Daten. Dazu zählen unter anderem Echtzeitindikatoren wie der Stromverbrauch, Mobilitätsindizes, Restaurantbuchungen und die Flugaktivität. Diese Daten kombinieren wir mit staatlichen Informationen über Regeln und Beschränkungen für verschiedene Sektoren während des Lockdowns.

Die Eindämmungsmaßnahmen wirken sich nicht auf alle Wirtschaftszweige gleich aus. In Sektoren, die stark von der direkten persönlichen Interaktion abhängen, wie der Einzelhandel, das Gastgewerbe und das Transportwesen, ist die Aktivität massiv eingebrochen. Sektoren, die trotz sozialer Distanzierungsmaßnahmen gut weiterarbeiten können, wie die Bauwirtschaft und das produzierende Gewerbe, sind weniger stark betroffen.

Schritt 2: Kalibrierung der Dauerhaftigkeit des Schocks

Um die Dauerhaftigkeit oder Persistenz des Covid-19-Schocks zu modellieren, verwenden wir einen autoregressiven Prozess, wie in **Gleichung 1** unten definiert. Die Höhe des BIP wird als Funktion von drei maßgeblichen Inputfaktoren modelliert: dem ersten Produktionsschock (e), der Höhe der Produktion vor dem Schock (\bar{x}) und einem Schock-Persistenzfaktor (ρ).

Gleichung 1.

$$x_t = (1 - \rho) * \bar{x} + \rho * x_{t-1} + e$$

x_t = Produktionsniveau zum Zeitpunkt t

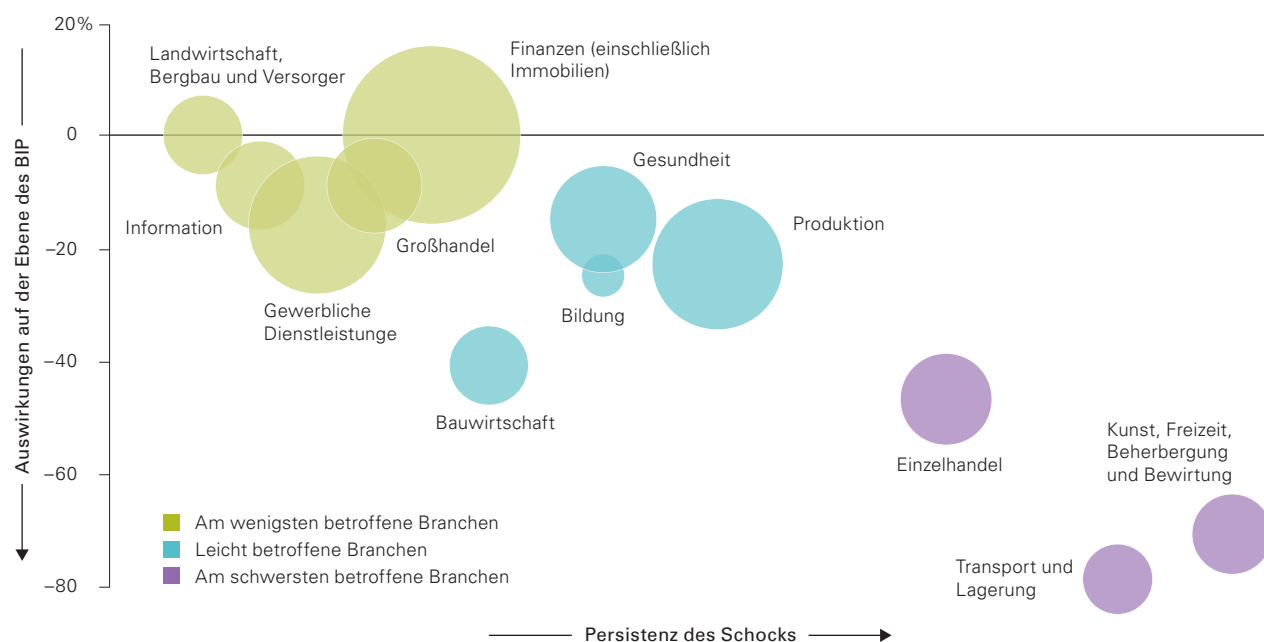
ρ = Persistenz des Schocks

\bar{x} = Produktionsniveau vor dem Schock

x_{t-1} = Produktion im vorhergehenden Zeitraum

e = Schock

Abbildung 1. Der Covid-19-Schock wird sich unterschiedlich auf die verschiedenen Sektoren der Wirtschaft auswirken



Hinweise: Die Größe der Kreise zeigt den relativen Anteil des jeweiligen Sektors am US-BIP an. Die Schätzungen für die erste Auswirkung auf der Ebene des BIP und die Persistenz des Schocks beruhen auf Hochfrequenzindikatoren (wie Mobilitätsindizes, Treibstoffverbrauch, Kundenverkehr im Einzelhandel, Restaurantbuchungen und Hotel-Belegungsquoten) und traditionellen Konjunkturindikatoren.

Quellen: Google, Apple, Johnson Redbook Index, American Iron and Steel Institute, US Department of Energy, Association of American Railroads, US Bureau of Labor Statistics, Prodcio Analytics, Smith Travel Research, OpenTable, Transportation Security Administration und SimilarWeb.

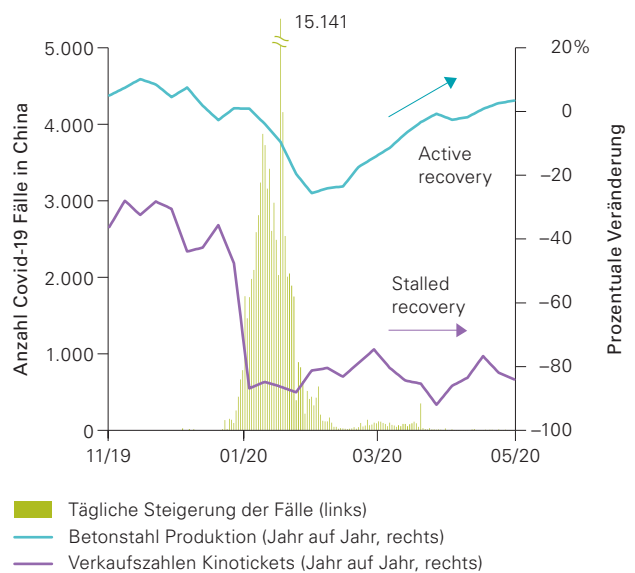
Zunächst analysieren wir die Erholung auf der Angebotsseite der Wirtschaft: Hierzu unterteilen wir die Sektoren in Bereiche mit geringem, mittlerem und hohem Risiko, wobei wir die Möglichkeit zur Telearbeit bzw. die Nähe der Arbeitskräfte bei der Produktion der Produkte oder der Erbringung der Dienstleistungen zugrunde legen. Beispiele für Sektoren mit geringem Risiko und geringer Schock-Persistenz (ρ) sind etwa die Landwirtschaft (wo die Produktion naturgemäß räumlich getrennt erfolgt) und gewerbliche Dienstleistungen (wo sich die Telearbeit als ziemlich effektiv erwiesen hat und die Produktivität nur geringfügig beeinträchtigt wurde). Zu den Hochrisikosektoren mit einer höheren Schock-Persistenz zählen dagegen das Transportwesen und Freizeitaktivitäten in geschlossenen Räumen, wo es schwieriger ist, den nötigen Abstand zu halten.

Unseres Erachtens wird die Erholung der Gesamtnachfrage länger dauern als die Erholung des Angebots. Die Persistenz des Nachfrageschocks wird von der Erholung der Einkommen und dem Angstfaktor im Hinblick auf Aktivitäten bestimmt werden, die mit einer direkten persönlichen Interaktion verbunden sind. Diese Angst wird möglicherweise erst dann verschwinden, wenn ein Impfstoff oder Medikament gefunden ist. Dadurch könnte sich die Erholung bis 2021 und darüber hinaus verzögern.

Regionale Erfahrungen ermöglichen einen Blick in die Zukunft

Wir können uns auch an der Erfahrung von Volkswirtschaften orientieren, die bei der Bewältigung des Virus bereits weiter fortgeschritten sind. Dies hilft uns dabei, einzuschätzen, was in Regionen zu erwarten ist, in denen die Entwicklung noch nicht so weit ist, wie etwa in den USA und in Europa. **Abbildung 2** zeigt, dass sich der Produktionssektor in China, gemessen an der Stahlerzeugung, erheblich schneller erholt hat als soziale Aktivitäten, wie Kinobesuche, wo die Verbraucher immer noch sehr zurückhaltend sind.

Abbildung 2. Die Erfahrung in China kann uns dabei helfen, zu verstehen, was in den USA und Europa eintreten könnte



Quellen: Vanguard, unter Verwendung von Daten von Our World in Data, Wind und Baidu.

In der Kombination all dieser Faktoren zeigt **Abbildung 3** unsere Basisprognosen für das BIP in den USA, der Eurozone, China und Großbritannien. In den USA wird die Produktion nach unseren Prognosen im zweiten Quartal 2020 um 10 % niedriger sein, bevor eine allmähliche Erholung einsetzt. Das US-BIP wird wahrscheinlich nicht vor Ende 2021 zum Niveau vor dem Virus zurückkehren, und bis die Produktionslücke geschlossen ist, wird es vermutlich noch viel länger dauern¹.

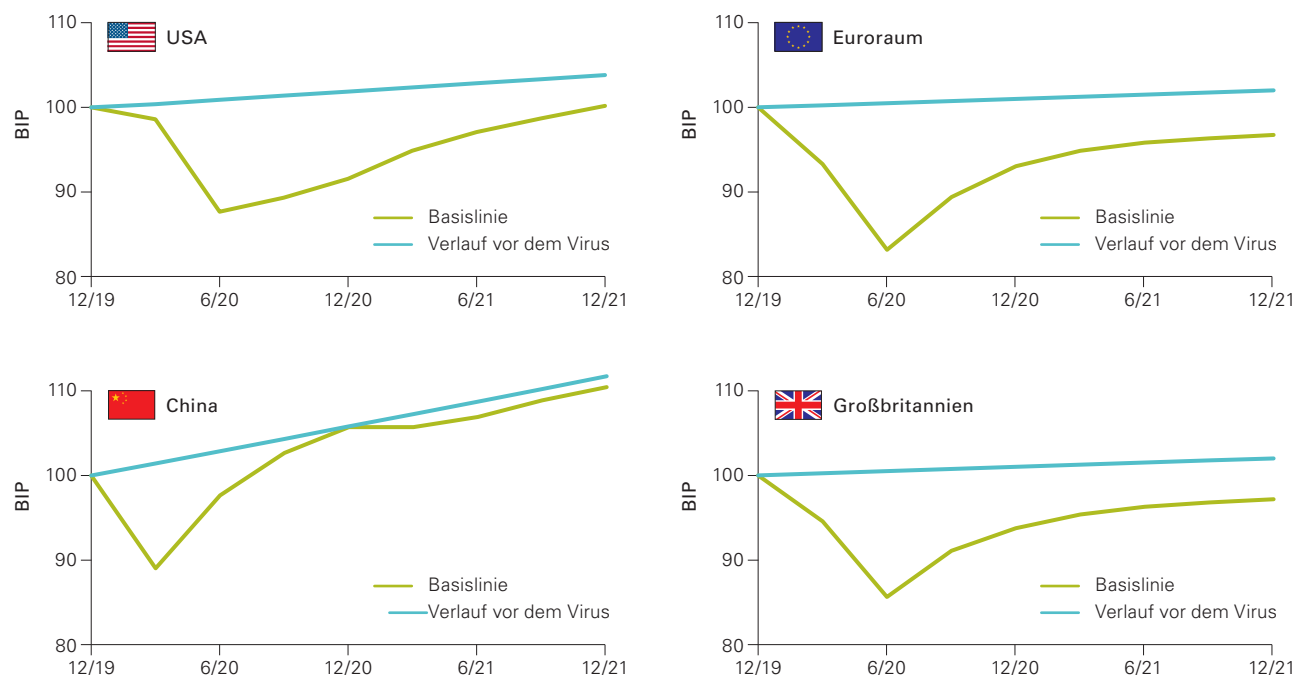
In anderen Regionen rechnen wir mit einer etwas anderen BIP-Entwicklung. Dies lässt sich durch eine Reihe von Faktoren erklären, zum Beispiel durch unterschiedliche zeitliche Verläufe und Schweregrade der Ausbrüche, strengere oder weniger strenge staatliche Eindämmungsmaßnahmen, wie schnell die Lockdowns in bestimmten Sektoren wieder aufgehoben wurden, die Zusammensetzung der Wirtschaftssektoren und die geld- und finanzpolitischen Maßnahmen.

Zum Beispiel ist es in China bisher gelungen, das Virus schneller einzudämmen als in den USA oder in Europa. Darüber hinaus entfällt ein kleinerer Teil der Wirtschaft auf Dienstleistungen, die stark von der direkten persönlichen Interaktion abhängen. Daher steht zu erwarten, dass sich die Wirtschaft dort schneller auf das Niveau vor dem Virus erholt.

Im Euroraum und in Großbritannien wird die die Erholung voraussichtlich länger dauern als in den USA, da der anfängliche Produktionsschock vermutlich größer war (hauptsächlich aufgrund der restriktiveren Eindämmungsmaßnahmen) und die geld- und finanzpolitische Reaktion der Zentralbanken und des Staats schwächer war.

Abbildung 3. Erwarteter Verlauf des BIP-Wachstums in den USA, im Euroraum, in China und in Großbritannien

Basisprognosen



Hinweis: Die Grafiken zeigen unsere Erwartungen an die Höhe des realen BIP in den einzelnen Ländern in der Lokalwährung, umbasiert per Dezember 2019 = 100.

Quelle: Vanguard.

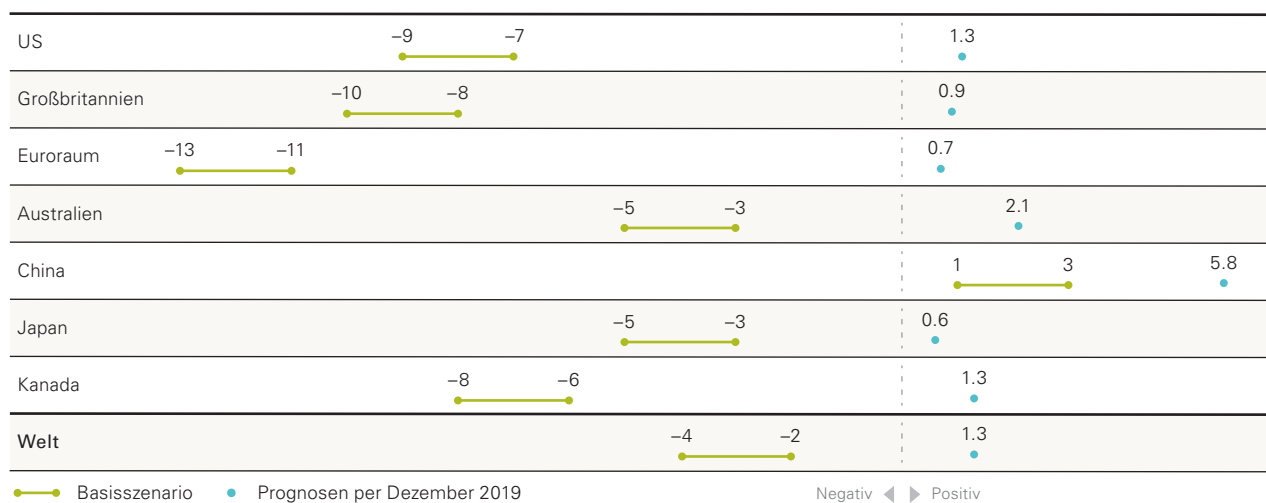
Diese Prognosen stellen unsere Basiserwartungen nach unseren bestmöglichen Schätzungen in einem höchst unsicheren, sich rasant verändernden Umfeld dar. Bei diesen Basisprognosen gehen wir von einer allmählichen, phasenweisen Wiederöffnung der Weltwirtschaft aus, bei der die Konsumenten Hochrisikosektoren vermeiden, bis das Virus aufgrund natürlicher oder medizinischer Entwicklungen eingedämmt ist.

Abbildung 4 zeigt unsere Basisprognosen für das BIP-Wachstum 2020 in den maßgeblichen von uns beobachteten Regionen im Vergleich zu unseren Prognosen in unserem [jährlichen Wirtschafts- und Marktausblick](#) zu Beginn des Jahres. Alternative medizinische bzw. gesundheitliche Entwicklungen stellen Aufwärts- bzw. Abwärtsrisiken für unsere Basisprognosen dar.

In unserem negativen Szenario zwingen wiederholte Ausbrüche zu erneuten landesweiten Lockdowns. Dies führt zu einer erheblich schwächeren Produktion, wodurch es sehr lange dauern dürfte, bis sich das BIP auf das Niveau vor dem Virus erholt. In unserem positiven Szenario führen die medizinischen Entwicklungen früher als erwartet, noch vor dem Ende des Jahres 2020 zu einem Durchbruch. Dadurch nimmt die Besorgnis der Verbraucher ab und Dienstleistungssektoren mit direkter persönlicher Interaktion können schneller zum Normalbetrieb der Zeit vor dem Virus zurückkehren.

Aufgrund dieser Analysen rechnen wir mit einem sehr starken Rückgang der globalen Wirtschaftstätigkeit. Die Rezession dürfte jedoch relativ kurz sein, da die strengsten Eindämmungsmaßnahmen gelockert werden. Die anschließende Erholung dürfte langsam verlaufen und mit erheblichen Unterschieden unter verschiedenen Sektoren und Regionen der Weltwirtschaft einhergehen.

Abbildung 4. Überblick – Prognosen für das globale BIP-Wachstum 2020 (in %)



Hinweis: Die Prognosen per Dezember 2019 stammen aus dem Wirtschafts- und Marktausblick von Vanguard für 2020: *Vanguard Economic and Market Outlook for 2020: The New Age of Uncertainty*, Vanguard Investment Strategy Group, 2019.

Kontakt zu Vanguard® > global.vanguard.com

Vanguard Global Economics Team

Joseph Davis, Ph.D., Global Chief Economist

Europa

Peter Westaway, Ph.D., Europe Chief Economist

Alexis Gray, M.Sc.

Shaan Raithatha, CFA

Nathan Thomas

Asien-Pazifik

Qian Wang, Ph.D., Asia-Pacific Chief Economist

Beatrice Yeo, CFA

Adam Schickling, CFA

Nord- und Lateinamerika

Roger A. Aliaga-Díaz, Ph.D., Americas Chief Economist

Jonathan Lemco, Ph.D.

Andrew J. Patterson, CFA

Joshua M. Hirt, CFA

Jonathan Petersen, M.Sc.

Asawari Sathe, M.Sc.

Maximilian Wieland

Vanguard®

Nur für professionelle Anleger im Sinne von MiFID II. In der Schweiz nur für professionelle Anleger. Nicht für den öffentlichen Vertrieb. Alle Anlagen bergen ein Risiko, das bis zum möglichen Verlust des investierten Kapitals gehen kann.

CFA® ist eine eingetragene Handelsmarke des CFA Institute.

© 2020 The Vanguard Group, Inc.
Alle Rechte vorbehalten.
Vanguard Marketing Corporation, Distributor.

ISGECOV 062020 | 488