

# Eurozone steht vor einem kräftigen Aufschwung

Market Insights | 1. Juni 2021

Dr. Martin Weder, Senior Economist Europe

- Die raschen Impffortschritte sorgen für Zuversicht und ermöglichen eine konjunkturelle Trendwende.
- Der starke Anstieg der Früh- und Vorlaufindikatoren spricht für ein hohes Wachstum in den kommenden Monaten.
- Geld- und Fiskalpolitik bleiben noch längere Zeit ausgesprochen expansiv, was für zusätzliche Unterstützung sorgt.

## Rasche Impffortschritte sorgen für Zuversicht

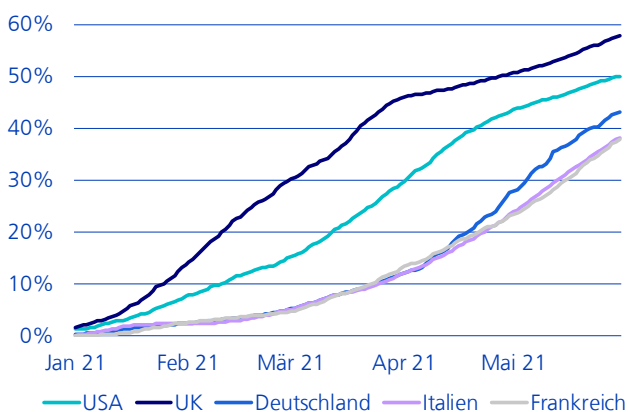
Die Pandemie und die strikten Eindämmungsmassnahmen der Regierungen haben in Europa im vergangenen Jahr zum stärksten Wirtschaftseinbruch der Nachkriegszeit geführt. Das Bruttoinlandsprodukt nahm um fast 7% ab, womit die Einbussen auch im internationalen Vergleich überdurchschnittlich ausfielen. Ein erneuter starker Anstieg der Infektionszahlen und der misslungene Start der Impfkampagne haben Europa über die Wintermonate erneut zurückgeworfen. Seit Beginn des 2. Quartals 2021 hat das Impftempo in den grössten Volkswirtschaften der Eurozone jedoch markant zugenommen (*Grafik 1*). Insgesamt sind mittlerweile rund 40% der Bevölkerung mindestens einmal geimpft worden. Der Abstand zu den führenden Ländern beim Impfen hat sich damit deutlich verringert. Und mit den stark rückläufigen Zahlen bei den Neuinfektionen und Todesfällen haben die europäischen Regierungen nun endlich die lange ersehnten ersten Öffnungsschritte beschlossen. Dies hat bei Unternehmen und Konsumenten bereits zu einer deutlichen Stimmungsaufhellung geführt. Die von der Europäischen Kommission

veröffentlichten Stimmungsindikatoren zeigen beispielsweise, dass das Vertrauen in allen Wirtschaftsbereichen und Ländern bereits wieder deutlich über dem langfristigen Durchschnitt liegt. Das spricht für einen kräftigen und breit abgestützten Aufschwung in den kommenden Monaten.

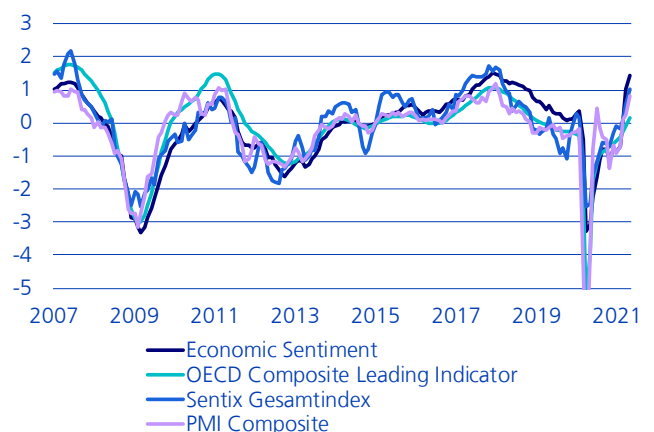
## Wirtschaftliche Erholung nimmt Gestalt an

Für eine rasche wirtschaftliche Erholung sprechen aber nicht nur die Impffortschritte und die bessere Stimmung, sondern auch ein beträchtliches Aufholpotenzial sowie die ausgesprochen expansive Geld- und Fiskalpolitik. Während das Bruttoinlandsprodukt in den USA bereits fast wieder das Vorkrisenniveau erreicht hat, liegt es in der Eurozone immer noch nahezu 5% darunter. Wie die Erholung in China und den USA gezeigt hat, ist allein schon wegen des weiteren Abbaus der Restriktionen ein weit überdurchschnittliches Wachstum zu erwarten. Auf eine gewisse aufgestaute Nachfrage deutet auch die Sparquote der privaten Haushalte, die sich mit der Pandemie von rund 12% zwischenzeitlich auf über 25% verdoppelt hat und gegenwärtig mit rund 20% immer noch

**Grafik 1: Impftempo hat in der Eurozone markant zugenommen**  
Anteil der geimpften Bevölkerung in Prozent (mind. 1 Impfdosis)



**Grafik 2: Früh- und Vorlaufindikatoren zeigen steil nach oben**  
Standardisierte Werte (langfristiger Durchschnitt = null)



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Our World in Data

Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

stark erhöht ist. Die künstlich erhöhten Ersparnisse der vergangenen Monate dürften zumindest teilweise in den Konsum fliessen und die Erholung damit zusätzlich verstärken. Noch wichtiger ist jedoch, dass der Aufschwung bereits bei den Firmen angekommen ist. Gemäss der Einkaufsmanagerumfrage von IHS Markit haben die Firmenaufträge im Mai so stark zugenommen wie zuletzt vor knapp 15 Jahren. Ohnehin zeigen derzeit alle wichtigen Früh- und Vorlaufindikatoren steil nach oben (*Grafik 2*). Wir erwarten deshalb bereits im laufenden Quartal ein kräftiges Wachstum, das sich im 3. Quartal weiter beschleunigen dürfte. Aufgrund des hohen Gewichts der Exportwirtschaft profitieren die europäischen Länder darüber hinaus auch überproportional stark vom globalen Aufschwung.

### Fiskalpolitik unterstützt noch längere Zeit

Im Gegensatz zu früheren Aufschwungphasen bleibt zudem die Unterstützung von Fiskal- und Geldpolitik noch längere Zeit erhalten. Insbesondere bei der Fiskalpolitik hat in Europa mit der Pandemie ein eigentlicher Paradigmenwechsel stattgefunden. Während die gigantischen Fiskalpakete in den USA die Schlagzeilen dominiert haben, ging bisweilen unter, dass auch die europäischen Regierungen deutlich umfangreichere Stimulierungsmassnahmen beschlossen haben als noch während der Finanzkrise von 2008/09 (*Grafik 3*). Und während in den USA die meisten Massnahmen sehr kurzfristig ausgelegt sind und in den kommenden Monaten wieder auslaufen, verleiht die Fiskalpolitik in der Eurozone weitere Impulse. Zu verdanken ist dies dem Europäischen Aufbaufonds, dessen Gelder vor allem für langfristige Investitionen in den Bereichen Infrastruktur, Digitalisierung und grüne Wirtschaft eingesetzt werden sollen. Experten schätzen, dass dies das Wachstum in der Eurozone allein in diesem und im nächsten Jahr um bis zu 1 Prozentpunkt erhöhen könnte und selbst in den Jahren 2025/26 noch ein Effekt von bis zu 0.3 Prozentpunkten möglich ist. Anders als nach der Finanzkrise sind die langfristigen Zinsen dieses Mal sehr tief, weshalb die

rekordhohen Schulden der Regierungen auf absehbare Zeit kein Problem darstellen und auf einschneidende Sparprogramme oder Steuererhöhungen verzichtet werden kann.

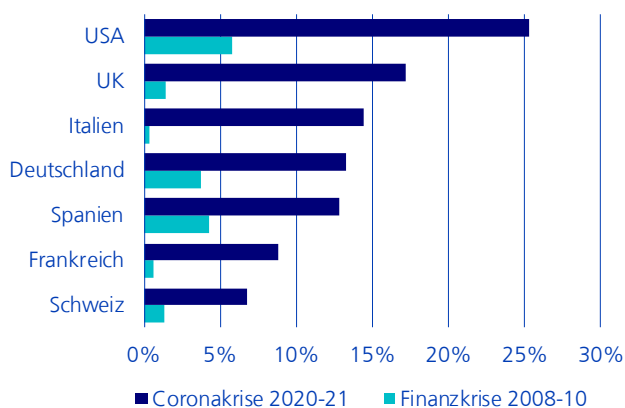
### Erste Zinserhöhung in weiter Ferne

Verantwortlich für die anhaltend tiefen Zinsen ist die Europäische Zentralbank (EZB), die noch auf Jahre hinaus an ihrer ausgesprochen expansiven Geldpolitik festhalten wird. Das im vergangenen Jahr ins Leben gerufene Pandemie-Notfallkaufprogramm (PEPP) läuft noch mindestens bis im März 2022. Darüber hinaus kauft die EZB im Rahmen des klassischen Wertpapierkaufprogramms (APP) zusätzliche Anleihen über 20 Mrd Euro pro Monat. Die EZB hat klar kommuniziert, dass sie die Wertpapierkäufe erst dann vollständig einstellen will, wenn sie kurz vor der ersten Zinserhöhung steht. Für eine Zinserhöhung müsste die Inflation aus Sicht der EZB jedoch zuerst nachhaltig in Richtung Ziel von 2% ansteigen. Davon ist sie gegenwärtig noch weit entfernt. Während die Kerninflation in den USA bereits auf 3% gestiegen ist, hat sie in der Eurozone jüngst sogar auf 0.7% abgenommen. Und auch unsere Prognosen bis Ende 2022 lassen keinen klaren Aufwärtstrend erkennen (*Grafik 4*). In Kombination mit der hohen Arbeitslosigkeit spricht dies klar gegen allfällige Überhitzungsrisiken oder eine abrupte Zinswende, was aus konjunktureller Sicht erfreulich ist.

### Alle Zeichen stehen auf Aufschwung

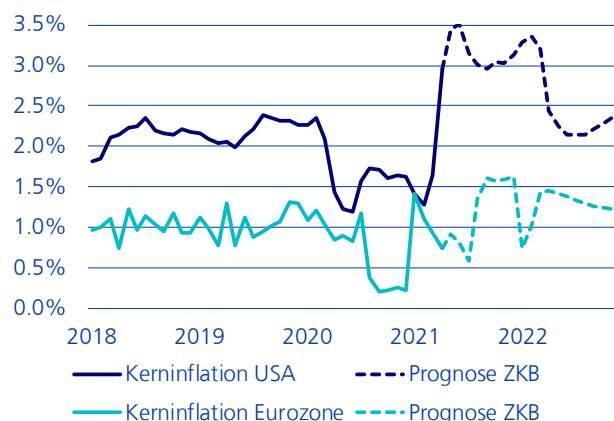
Zusammengefasst lässt sich festhalten, dass derzeit alles auf einen starken und anhaltenden Aufschwung in der Eurozone deutet. Risiken wie ein erneuter Anstieg der Infektionszahlen oder impfstoffresistente Virusvarianten sind zwar nicht auszuschliessen, und auch die zahlreichen strukturellen Probleme lauern weiter im Hintergrund. Unter dem Strich überwiegt aus unserer Sicht aber die Zuversicht, dass Europa die Pandemie nun definitiv hinter sich lassen kann und dass sich die Lebensumstände der Menschen wieder verbessern werden.

**Grafik 3: Auch in Europa gilt dieses Mal: Klotzen statt Kleckern**  
Staatliche Fiskalpakete ohne Garantien in Prozent des BIP



Quellen: Zürcher Kantonalbank, BCA, IWF

**Grafik 4: Kerninflation in Eurozone bleibt unter 2%**  
Kerninflation in Prozent und Prognose bis Ende 2022 gemäss ZKB



Quellen: Zürcher Kantonalbank, Refinitiv

## Kontakt



Dr. Martin Weder, Senior Economist Europe  
Investment Strategy & Economic Research  
Zürcher Kantonalbank, Telefon: +41 44 292 35 61

## Zürcher Kantonalbank

Die Zürcher Kantonalbank ist eine führende Universalbank im Wirtschaftsraum Zürich mit nationaler Verankerung und internationaler Ausstrahlung. Sie ist eine selbständige öffentlich-rechtliche Anstalt des Kantons Zürich und wird von den Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch mit der Bestnote (AAA bzw. Aaa) eingestuft. Mit über 5000 Mitarbeitenden bietet die Zürcher Kantonalbank ihren Kundinnen und Kunden eine umfassende Produkt- und Dienstleistungspalette. Zu den Kerngeschäften der Bank zählen das Finanzierungsgeschäft, das Vermögensverwaltungsgeschäft, der Handel und der Kapitalmarkt sowie das Passiv-, das Zahlungsverkehrs- und das Kartengeschäft. Die Zürcher Kantonalbank bietet ihren Kundinnen und Kunden sowie ihren Vertriebspartnern umfassende Produkte und Dienstleistungen im Anlage- und Vorsorgebereich an.

## Rechtliche Hinweise

Diese Publikation dient Informations- und Werbezwecken. Sie stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb, Halten oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder zum Bezug von Bankdienstleistungen dar, noch bildet sie die Grundlage für einen Vertrag oder Verpflichtungen irgendwelcher Art. Bei der Publikation handelt es sich nicht um einen Prospekt oder ein Basisinformationsblatt.

Aufgrund rechtlicher, regulatorischer oder steuerlicher Bestimmungen kann die Verfügbarkeit von Produkten und Dienstleistungen für bestimmte Personen Einschränkungen unterliegen, die sich namentlich aufgrund des Wohnsitzes bzw. Sitzes, der Nationalität oder der Kundensegmentierung ergeben können. Einschränkungen bestehen insbesondere für US-Personen gemäss den einschlägigen Regulierungen.

Diese Publikation enthält allgemeine Informationen und berücksichtigt weder persönliche Anlageziele noch die finanzielle Situation oder die besonderen Bedürfnisse eines spezifischen Empfängers. Der Empfänger sollte die Informationen vor einer Anlageentscheid sorgfältig auf ihre Vereinbarkeit mit seinen persönlichen Verhältnissen überprüfen. Für die Einschätzung rechtlicher, regulatorischer, steuerlicher und anderer Auswirkungen wird dem Empfänger empfohlen, sich durch Fachpersonen beraten zu lassen.

Die Publikation wurde von der Zürcher Kantonalbank mit geschäftsüblicher Sorgfalt erstellt. Die Zürcher Kantonalbank bietet jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der darin enthaltenen Informationen und lehnt jede Haftung für Schäden ab, die sich aus der Verwendung der Publikation ergeben.

Diese Publikation wurde nicht unter Einhaltung der «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung erstellt. Mit jeder Investition sind Risiken, insbesondere diejenigen von Wert- und Ertragsschwankungen, verbunden. Wertentwicklungen und Renditen der Vergangenheit sind keine Garantie für den zukünftigen Anlageerfolg. Investitionen in Fremdwährungen unterliegen Wechselkurschwankungen.

© 2021 Zürcher Kantonalbank. Alle Rechte vorbehalten.