

Der Anfang vom Ende der Pandemie?

Wir werden immer zuversichtlicher, dass unser optimistisches Grundszenario aufgeht, aber viele Fragezeichen bleiben.

- _ Im Umgang mit dem Virus gibt es Fortschritte, auch wenn von vornherein klar war, dass es immer wieder auch zu Fehlgriffen kommen würde.
- _ Bislang sind kaum wirtschaftliche Dauerschäden zu erkennen, wie sie bei einer so starken Rezession eigentlich zu erwarten wären.
- _ Der Aufschwung der letzten Monate lässt auf deutlich bessere Zeiten hoffen, sobald die Lockdown-Maßnahmen vollständig aufgehoben sind.

Johannes Müller
Head of Macro Research



Wir werden immer zuversichtlicher, dass unser optimistisches Grundszenario für die Entwicklung der Weltwirtschaft 2021 und darüber hinaus aufgeht. Dies liegt zum Teil an den jüngsten Konjunkturdaten. Die Wirtschaft hat sich weltweit nach dem totalen Einbruch im Frühling auf eindrucksvolle Weise erholt. Zumindest bislang sind kaum wirtschaftliche Dauerschäden zu sehen, wie sie bei einer so starken Rezession eigentlich zu erwarten wären. Mittlerweile zeichnen sich mehrere Wege ab, auf denen wir zu einer Normalität im Alltag zurückkehren könnten, wie sie vor der Pandemie herrschte. Das ist mehr, als man noch vor drei Monaten mit Zuversicht hätte sagen können.

Aufgrund der Erfahrungen mit anderen Coronaviren, die normale Erkältungen auslösen, war Skepsis angebracht, ob wirksame Impfstoffe der ersten Generation schnell entwickelt werden könnten.¹ Allerdings hatten wir aufgrund der enormen, hierfür zur Verfügung gestellten Mittel eine gewisse Hoffnung und daher auch eine leichte Aufwärtsbewegung im Lauf des Jahres 2021 in unseren Prognosen berücksichtigt. Dagegen stehen nun die erneuten, wenn auch etwas gezielteren Lockdown-Maßnahmen während der Wintermonate in vielen Ländern der nördlichen Hemisphäre. Es war klar, dass die Lernkurve im Umgang mit dem Virus kaum lehrbuchmäßig stetig nach oben verlaufen würde, aber es gibt Fortschritte. Alternative, schnellere Testmöglichkeiten sind inzwischen verfü-

bar. Therapeutische Fortschritte erscheinen ermutigend. Bei den Impfstoffen könnte es natürlich noch Rückschläge geben, nicht zuletzt dabei, wie schnell die politisch Verantwortlichen in der Lage sein werden, sie gut einzusetzen.

Die Politik ist einer der Gründe, warum so viele Fragezeichen bestehen bleiben. Die US-Wahlen sind zwar weitgehend abgeschlossen und das wahrscheinliche Ergebnis einer Regierung unter der Präsidentschaft von Joe Biden mit einer Mehrheit der Republikaner im Senat hat unsere Prognosen nicht nennenswert verändert. Allerdings besteht die Gefahr einer fiskalpolitischen Lähmung. Auch die Infektionszahlen steigen weiter, das Abwärtsrisiko für die Wirtschaftsprognosen wird teilweise durch die Dynamik der US-Wirtschaft in den vergangenen Monaten entkräftet. In Europa sieht es etwas trüber aus. Bei der zweiphasigen Erholung, die wir im Frühling vorhergesagt hatten, hatten wir die anfängliche Kraft der wirtschaftlichen Erholung eher unterschätzt. Nun haben wir eine Verlangsamung der Dynamik eingerechnet. Viele der zur Eindämmung des Virus ergriffenen Maßnahmen dürften über Monate und nicht nur Wochen bestehen bleiben. Allerdings rechnen wir nicht mit einer dritten oder vierten breiten Welle landesweiter Lockdowns. Das unterstreicht die Aussichten auf ein Jahr 2021 mit Wachstum über Potential. Auch 2022 könnte das Wachstum ordentlich ausfallen. Aus unserer Sicht dürfte Inflation weder 2020 noch 2021 ein Thema sein.

¹ <https://www.nature.com/articles/d41586-020-02400-7>

Angesichts der sich derzeit überschlagenden negativen Schlagzeilen zu Covid-Infektionen mag all dies zu gut klingen, um wahr zu sein. Wir wollen die Auswirkungen von Pessimismus oder Zuversicht auf die wirtschaftliche Entwicklung keineswegs herunterspielen. Aber in drei Monaten könnten Schlagzeilen schon wieder ganz anders klingen. In seinem Buch „Narrative Economics“ beschreibt der US-Ökonom und Nobelpreisträger Robert Shiller, wie Vorstellungen und Geschichten, die wir einander erzählen, den Lauf der Wirtschaft beeinflussen können.² Einige seiner einprägsamsten und aktuellsten Beispiele beziehen sich auf die „Grippepandemie 1918, die häufig als Spanische Grippe bezeichnet wurde und mehr Menschenleben forderte als der 1. Weltkrieg“ (S. 108). Vor Covid-19 war die Zeit von 1920 bis 1921 „die stärkste Depression (mit dem schnellsten Einbruch und Aufschwung) in der US-Geschichte, seit es die moderne Statistik gibt“, schreibt Shiller (S. 242). In deutlichem Gegensatz zur Großen Depression ein Jahrzehnt später folgte auf diese „Vergessene Depression“ ab 1921 ein steiler Aufschwung. Diese Zeit wurde, so Shiller (S. 252), als „eine Übergangsphase zurück zur Normalität nach einem Krieg und einer Grippeepidemie“ betrachtet.

Was bringt uns dieser historische Vergleich? Am Anfang einer Jahrhundertkrise ganz eindeutig nicht sehr viel. Was die Vereinigten Staaten betrifft, so entspricht die „Vergessene Depression“ von 1920 eine Stichprobengröße von eins – nicht genug, wie jeder Studienanfänger im Fach Statistik weiß, um aussagekräftige Schlüsse zu ziehen. Das Bild wird ziemlich düster, sobald die Erfahrungen anderer Industrieländer während der 1920er Jahre mit dem Wirtschaftsboom in den USA verglichen werden (die bald, wie von F. Scott Fitzgerald in „Der große Gatsby“ beschrieben, als die „Roaring 20s“ bezeichnet wurden).

Vieles hat sich seitdem verändert – nicht aber die Anfälligkeit von Wirtschaftskommentatoren, sich von den jüngsten Daten oder dem überzeugendsten Narrativ des Augenblicks in die Irre führen zu lassen. Der wirtschaftliche Aufschwung der letzten Monate lässt auf eine strahlende Zukunft hoffen, sobald die Lockdown-Maßnahmen vollständig aufgehoben

sind – „eine Übergangsphase zurück zur Normalität“, um Shillers Worte zu verwenden. Dennoch warnen wir unsere Leser davor, allzu viel Vertrauen in eine einzige Nachricht zu setzen, sei sie nun positiv oder negativ. Noch ist es viel zu früh für eine Aussage, in welchem Ausmaß einer der Impfstoffe der ersten Generation tatsächlich eine effektive Immunität bieten wird – also nicht nur die meisten Geimpften vor Erkrankung schützt, sondern auch Ansteckungen verhindert.³ Schlimmer noch, wie Nassim Taleb vor 15 Jahren anmerkte, sind Investoren nicht die Einzigen, die häufig vom Zufall an der Nase herumgeführt werden („Fooled by Randomness“).⁴ Bei komplizierten wissenschaftlichen Angelegenheiten wie klinischen Studien in der Endphase der Impfstoffentwicklung können Journalisten und besonders ihren Überschriftenredakteuren manchmal gravierende Fehler unterlaufen. Ein Dauerbrenner ist die Verwechslung der Nicht-Existenz von Beweisen mit dem Beweis der Nicht-Existenz.

Beiträge über die ersten Ergebnisse der ersten groß angelegten Testimpfungen waren meist sehr plakativ aufgemacht. Dabei handelte es sich hier um Zwischen- und Teilergebnisse, die von den Pharmaunternehmen per Pressemitteilung veröffentlicht wurden. Die ersten Daten wurden lediglich sieben Tage nach Impfung der zweiten Dosis erhoben und verwiesen auf 94 symptomatische Erkrankungen, von denen 86 offensichtlich auf die Gruppe entfielen, die statt des Impfstoffs ein Placebo erhalten hatte.⁵ In der nächsten Pressemitteilung hieß es dann, dass die Wirksamkeit sogar noch höher als ursprünglich angenommen sein könnte – in etwa so hoch wie die Wirksamkeit eines von einem Wettbewerber entwickelten Impfstoffs.⁶ Anstatt sich auf die genauen Prozentzahlen und kleinen Änderungen bei der Wirksamkeit in einer bestimmten Kohorte zu konzentrieren, sollte uns dies lieber als Erinnerung dienen, welche Rolle Stichprobenauswahl bzw. Zufälligkeit bei klinischen Studien spielen kann. Pharmaunternehmen bauen ihre Testreihen so auf, dass frühe Daten möglichst viele Informationen liefern. Dennoch dürfte es einiges an Zeit – und noch sehr viel mehr Daten – erfordern, bis wir absehen können, ob ein Impfstoff sowohl sicher als auch „hoch wirksam“ ist. Wir sind leider noch weit davon entfernt, von einer grundlegenden Trendwende im Kampf gegen Covid-19 sprechen zu können.⁷

² Shiller, R. (2019) „Narrative Economics: How Stories Go Viral and Drive Major Economic“, Princeton University Press

³ <https://www.statnews.com/2020/08/25/four-scenarios-on-how-we-might-develop-immunity-to-covid-19/>

⁴ Nassim Nicholas Taleb (2004), „Fooled by Randomness: The Hidden Role of Chance in Life and in the Markets“, 2. Auflage, Thomson Texere („Narren des Zufalls: Die verborgene Rolle des Glücks an den Finanzmärkten und im Rest des Lebens“, btb Verlag, München 2013)

⁵ <https://www.pfizer.com/news/press-release/press-release-detail/pfizer-and-biotech-announce-vaccine-candidate-against>

⁶ <https://www.pfizer.com/news/press-release/press-release-detail/pfizer-and-biotech-conclude-phase-3-study-covid-19-vaccine> and <https://investors.modernatx.com/news-releases/news-release-details/modernas-covid-19-vaccine-candidate-meets-its-primary-efficacy>

⁷ Siehe zum Beispiel den Überblick über die jüngsten Impfstoffentwicklungen in: <https://www.economist.com/briefing/2020/11/14/an-effective-covid-19-vaccine-is-a-turning-point-in-the-pandemic>

GLOSSAR

Fiskalpolitik – Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die ein Staat ergreift, um seine volkswirtschaftlichen Ziele zu verwirklichen

Rezession – Phase, in der die Wirtschaftsleistung zwei Quartale hintereinander im Vergleich zu den Vorquartalen nicht wächst oder zurückgeht

Wichtige Hinweise

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH 2020

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

CRC 079729 (11/2020)