



# Konjunktur und Strategie

10. August 2023

## Deutschland: Schon wieder der kranke Mann Europas

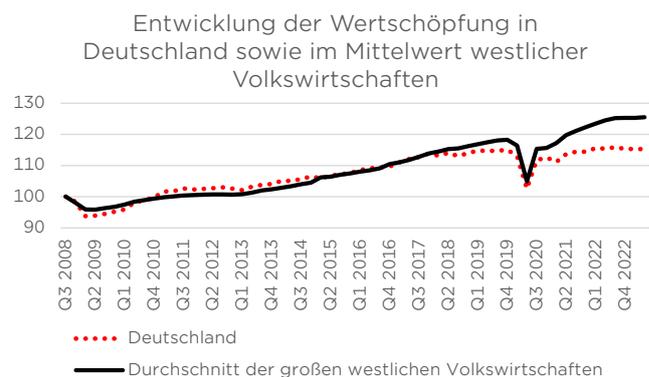
Wer regelmäßig die Wirtschaftsnachrichten verfolgt, kommt nicht an der Erkenntnis vorbei, dass es in Deutschland derzeit nicht rund läuft. Aber auch ohne die regelmäßige Zeitungslektüre und ohne die genaue Analyse von Wirtschaftsdaten entgeht einem aufmerksamen Beobachter nicht, dass das Land seit einigen Jahren tendenziell zu stagnieren scheint – vor allem im Vergleich zu vielen anderen westlichen Volkswirtschaften.

Von der Politik wird die wirtschaftliche Schwäche nicht negiert, aber möglicherweise falsch eingeordnet. Denn es herrscht überwiegend der Eindruck vor, dass es sich um eine konjunkturelle Schwächephase handelt, die ggf. auch mit konjunkturellen Mitteln zu lösen sei. Wenn man jedoch einen genaueren Blick auf die Daten wirft, erscheint es zweifelhaft, ob tatsächlich die Konjunktur das Problem ist. Bei konjunkturellen Phänomenen geht es um die Auslastung des Produktionspotentials. Die Auslastung steigt in Boomphasen und sinkt in Rezessionen. Dieser Effekt ist im Wirtschaftsleben ähnlich beständig wie Ebbe und Flut und daher zunächst einmal wenig spannend. Deutschland weist derzeit einen geringen Auslastungsgrad des Produktionspotentials auf, und dementsprechend befindet sich Deutschland ohne Zweifel in einer ungünstigen konjunkturellen Situation.

### Wo liegt das Problem?

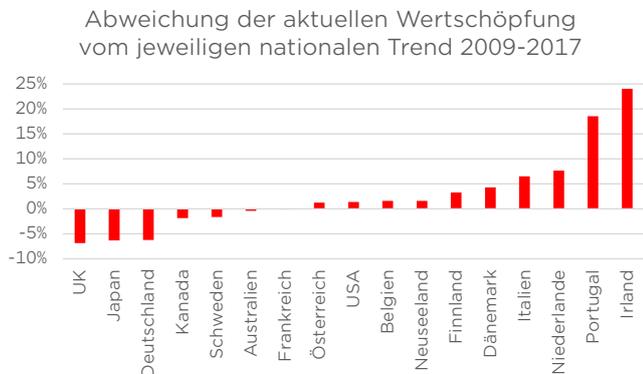
Das eigentliche Problem besteht aber darin, dass Deutschland nicht nur unter wenig ausgelasteten Kapazitäten leidet, sondern das Produktionspotenzial so gut wie nicht mehr zu wachsen scheint. Erst dadurch gewinnt die

derzeitige Lage an Dramatik. Konjunkturelle Schwächephasen kommen und gehen, aber ein ausbleibendes Trendwachstum in Form eines stagnierenden Produktionspotenzials ist für eine Volkswirtschaft eine mittlere Katastrophe. Denn hier offenbaren sich strukturelle Probleme, die nur schwer in den Griff zu bekommen sind. Vergleicht man die Entwicklung der deutschen Wertschöpfung mit dem Trend anderer westlicher Volkswirtschaften, so fällt auf, dass etwa ab dem Jahr 2017 etwas schiefgelaufen zu sein scheint. Während in den Jahren zuvor Deutschland im Trend eine sehr parallele Wertschöpfung zu anderen westlichen Volkswirtschaften (siehe Länderliste in der zweiten Abbildung) aufwies, hat sich das deutsche BIP in den Jahren danach stetig und systematisch vom Trend fast aller anderen großen westlichen Volkswirtschaften entkoppelt.



Die resultierenden Effekte sind von gewaltigem Ausmaß. Wenn Deutschland sich nicht vom Wachstumstrend anderer Länder entkoppelt hätte, läge das Deutsche BIP im Jahr 2023 ca. 290 Mrd. Euro über dem tatsächlichen Wert! Das sind 290 Mrd. Euro, die alleine in diesem Jahr nicht an Gehältern und Gewinnen ausgeschüttet werden können! Zwischen 2017 und Ende 2023 wird sich eine

Spanne von knapp 1000 Mrd. Euro an verpasster Wertschöpfung aufgetan haben, die gegenüber dem Trend anderer Länder fehlt! Um das nochmal zu wiederholen: Deutschland hat aufgrund seiner strukturellen Schwäche in der Summe in den letzten Jahren knapp 1000 Mrd. Euro weniger an Gewinnen und Gehältern erzielt als bei einer „normalen“ Entwicklung möglich gewesen wäre, denn Gewinne und Gehälter entsprechen auf der Entstehungsseite der volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung im Wesentlichen der Wertschöpfung, wenn man von Abschreibungsdetails abstrahiert. Das ist wirklich kein Pappentitel. Und nun wird auch klar, warum man nach einem Urlaub im Ausland zu Hause ankommt und einen immer wieder das Gefühl beschleicht, dass Deutschland einen im Vergleich zu anderen Ländern wenig dynamischen Eindruck hinterlässt. Das zeigt sich auch in einer zweiten Auswertung, die die Thematik aus einer anderen Perspektive beleuchtet. Dazu haben wir für jede größere westliche Volkswirtschaft für die Jahre 2009 bis 2017 den länderspezifischen Trend in der Wertschöpfung bestimmt und berechnet, wo die Wertschöpfung stehen müsste, wenn sich dieser Trend unverändert fortgesetzt hätte.



Hier zeigt sich, dass eine große Anzahl an Ländern auch im Jahr 2023 fast exakt auf ihrem „alten“ Trend liegen. Dazu gehören Kanada, Schweden, Australien, Frankreich, Österreich, die USA, Belgien oder auch Neuseeland. Dann gibt es ein paar Länder, die positiv überraschen, unter anderem Irland, Portugal, die Niederlande und auch Italien. Und es gibt ein paar Länder, die überraschen negativ. Das sind Großbritannien (gebeutelt durch den Brexit), Japan (gebremst u.a. durch eine schlechte Demographie) und eben Deutschland. Nun gibt es Stimmen, die versuchen, dieses desillusionierende Bild durch verschiedene Argumentationsstränge zu relativieren. So wird behauptet, dass die Wohlfahrt einer Volkswirtschaft nicht durch die Entwicklung der Wertschöpfung abgebil-

det werden kann und alternative Indikatoren genutzt werden sollten. Und natürlich hängt das Glück von Menschen in einem Land nicht nur an der Wertschöpfung – nur zeigt die Erfahrung, dass Wohlfahrt, Glück und Wertschöpfung im echten Leben leider doch vergleichsweise eng miteinander verknüpft sind. Nicht selten wird auch argumentiert, dass ein höheres Wachstum in der Wertschöpfung nicht mehr wünschenswert sei, da es mit einem steigenden Ressourcenverbrauch einhergehe. Auch das ist nicht zwingend richtig. Denn Wertschöpfung entsteht immer dann, wenn es eine Zahlungsbereitschaft für ein Produkt und eine Dienstleistung gibt. Gerade in den letzten Jahren gab es international die stärksten Zuwächse in der Wertschöpfung in Bereichen, die nicht ressourcenintensiv sind. Dazu gehören Bereiche wie Software, KI, Gentechnik, Unterhaltung oder Gesundheit. Es bleibt dabei: Eine stagnierende Wertschöpfung ist für eine Volkswirtschaft eigentlich keine Option.

## Was muss sich ändern?

Deutschland hat offensichtlich ein strukturelles Problem, und daher sind strukturelle Lösungen gefragt, nachdem zuvor strukturelle Fehler gemacht wurden. So war es sicher keine wirtschaftspolitische Meisterleistung, 36 (!) sichere und leistungsfähige Kernreaktoren abzuschalten, um dann den Strom für die Grundlast mit hohen Grenzkosten zu produzieren oder im Ausland teuer einzukaufen. Es war auch keine Meisterleistung, sich von China (Exportmarkt) und von Russland (Energie) abhängig und erpressbar zu machen. Aber das Kind (oder besser die Kinder) sind ohnehin in den Brunnen gefallen. Es gilt jetzt, nach vorne zu schauen. Folgendes muss sich ändern: Wir müssen wieder mehr arbeiten; mehr Jahre und mehr Stunden pro Woche. Die Arbeitsmarktpartizipation von Einwanderern muss steigen. Der Bildungsstandard muss wieder alte Niveaus erreichen. Steuern und Abgaben müssen sinken. Wir brauchen strategische Zugänge zu Rohstoffen. Genehmigungsverfahren müssen massiv beschleunigt werden. Bürokratische Prozesse müssen entschlackt werden. Bei der Digitalisierung müssen deutsche Verwaltungen internationale Standards erreichen. Ideologische Barrieren (Stichwort Gentechnik) müssen durchbrochen werden. Massivste Investitionen in die Infrastruktur sind unabdingbar. Und die Politik muss beweisen, dass sie überhaupt ein Interesse daran hat, dass Deutschland auch in 30 Jahren noch als Industriestandort existiert. Die Regierungen haben in den letzten Jahren viel Energie darauf verwendet, die richtige *Haltung* zu zeigen. Vielleicht muss aber einfach mal wieder ganz altmodisch das richtige *gemacht* werden. Und zwar schnell.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	10.08.2023 17:09	28.07.2023 -1 Woche	03.07.2023 -1 Monat	03.05.2023 -3 Monate	03.08.2022 -12 Monate	30.12.2022 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	35377	-0,2%	2,8%	5,9%	7,8%	6,7%
S&P 500	4523	-1,3%	1,5%	10,6%	8,8%	17,8%
Nasdaq	13856	-3,2%	0,3%	15,2%	9,4%	32,4%
Russell 2000	1938	-2,2%	2,2%	11,4%	1,5%	10,0%
DAX	16001	-2,8%	-0,5%	1,2%	17,8%	14,9%
MDAX	28334	-1,3%	2,3%	3,3%	1,9%	12,8%
TecDAX	3160	-4,3%	-0,5%	-3,2%	0,0%	8,2%
EuroStoxx 50	4386	-1,8%	-0,3%	1,7%	17,5%	15,6%
Stoxx 50	4014	-0,6%	0,6%	-0,1%	9,6%	9,9%
SMI (Swiss Market Index)	11162	-1,4%	-0,5%	-3,0%	-0,2%	4,0%
FTSE 100	7610	-1,1%	1,1%	-2,3%	2,2%	2,1%
Nikkei 225	32474	-0,9%	-3,8%	11,4%	17,1%	24,4%
Brasilien BOVESPA	118780	-1,2%	-0,7%	16,7%	14,5%	8,2%
Russland RTS	1014	-1,9%	2,1%	0,6%	-8,3%	4,5%
Indien BSE 30	65688	-0,7%	0,7%	7,3%	12,6%	8,0%
China CSI 300	3976	-0,4%	2,1%	-1,3%	-2,2%	2,7%
MSCI Welt	2976	-2,7%	0,1%	6,4%	8,0%	14,4%
MSCI Welt SRI	2913	-2,7%	-0,8%	-2,2%	8,8%	17,8%
MSCI Emerging Markets	1008	-3,3%	0,3%	4,0%	2,3%	5,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	132,87	-11	-50	-343	-2409	-6
Bobl-Future	115,79	-4	38	-250	-1162	4
Schatz-Future	105,11	9	37	-64	-483	-31
3 Monats Euribor	3,76	36	36	86	351	187
3M Euribor Future, Dez 2023	3,88	2	-15	24	252	28
3 Monats \$ Libor	5,63	0	10	30	280	86
Fed Funds Future, Dez 2023	5,38	-2	-1	88	235	73
10-jährige US Treasuries	4,03	7	17	68	128	20
10-jährige Bunds	2,51	5	8	26	169	-6
10-jährige Staatsanl. Japan	0,59	6	19	17	40	18
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,99	0	3	-11	51	-62
US Treas 10Y Performance	577,19	-1,8%	-2,3%	-5,8%	-8,0%	-0,5%
Bund 10Y Performance	535,48	-0,8%	-0,8%	-2,0%	-11,9%	1,9%
REX Performance Index	433,51	0,1%	0,2%	-1,0%	-7,2%	0,2%
IBOXX AA, €	3,69	5	-6	24	183	10
IBOXX BBB, €	4,51	3	-15	10	149	-19
ML US High Yield	8,66	23	6	11	97	-31
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-1,9%	0,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
S&P Commodity Spot Index	587,40	-0,6%	9,5%	10,4%	-10,6%	-3,7%
MG Base Metal Index	389,85	-1,2%	2,5%	-3,4%	-0,2%	-6,8%
Rohöl Brent	86,89	2,2%	16,3%	20,0%	-10,2%	2,3%
Gold	1913,86	-2,4%	-0,7%	-5,4%	8,9%	5,4%
Silber	23,55	-3,4%	3,5%	-7,4%	18,0%	-0,8%
Aluminium	2179,80	-0,2%	3,2%	-5,8%	-8,4%	-7,2%
Kupfer	8570,50	-0,6%	2,1%	1,5%	11,7%	2,5%
Eisenerz	104,70	-7,1%	-5,6%	-0,7%	-4,9%	-5,9%
Frachtraten Baltic Dry Index	1144	3,1%	7,1%	-26,6%	-33,9%	-24,5%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1010	0,0%	1,0%	-0,3%	8,0%	3,2%
EUR/ GBP	0,8650	0,8%	0,6%	-1,9%	3,4%	-2,5%
EUR/ JPY	159,01	3,7%	0,8%	6,2%	16,8%	13,0%
EUR/ CHF	0,9622	0,7%	-1,8%	-1,9%	-1,5%	-2,3%
USD/ CNY	7,2153	0,9%	-0,4%	4,3%	6,7%	4,5%
USD/ JPY	142,56	1,0%	-1,5%	5,8%	6,5%	8,7%
USD/ GBP	0,7859	1,1%	-0,3%	-1,5%	-4,8%	-5,5%

Quelle: Refinitiv Datastream

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
cklude@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
rhaller@mmwarburg.com

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
mhasse@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com

Simon Landt  
+49 40 3282-2401  
mlandt@mmwarburg.com

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.