



Konjunktur und Strategie

31. August 2023

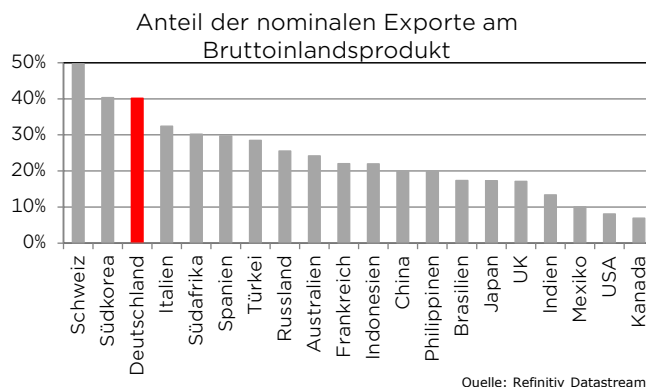
Krise der deutschen Wirtschaft: Die Rolle Chinas

In letzter Zeit war – auch von uns – viel von Deutschland als dem „neuen kranken Mann“ Europas zu hören. In der Analyse unserer Schwächen sind sich die Ökonomen weitgehend einig: Wir brauchen 1. bezahlbare Energie (ein subventionierter Industriestrompreis ist aus unserer Sicht allerdings der falsche Weg, denn alle Unternehmen, egal ob Industrie oder Dienstleister, egal ob groß oder klein, aber auch die privaten Haushalte sitzen hier in einem Boot), 2. deutlich weniger Bürokratie und Regulierung, 3. einen höheren Bildungsstandard, 4. eine Digitalisierungsoffensive, insbesondere in der öffentlichen Verwaltung, 5. eine *gezielte* Zuwanderungspolitik und 6. nicht kürzere, sondern längere Arbeitszeiten – es sei denn, wir erleben demnächst einen ungeahnten Produktivitätsschub, bei dem uns das Thema Künstliche Intelligenz vielleicht helfen kann.

Die deutsche Wirtschaft hängt an der Industrie und die Industrie an China.

Die deutsche Wirtschaft schwächelt aber auch deshalb, weil wir nach wie vor ein Industrieland sind, in dem der Anteil des Verarbeitenden Gewerbes an der gesamten Wertschöpfung mit 20 Prozent deutlich höher ist als in vielen anderen entwickelten Volkswirtschaften (Spanien und Niederlande etwa 12 Prozent, Frankreich und USA etwa 10 Prozent). Dagegen spielen die Dienstleistungen, die in der Regel weniger stark auf konjunkturelle Schwankungen reagieren, für die deutsche Wirtschaft im internationalen Vergleich eine geringere Rolle.

Für die deutsche Industrie entscheidet vor allem der Außenhandel über Wohl und Wehe. So haben die Exporte einen Anteil von 40 Prozent an der gesamten Wertschöpfung. Damit ist die deutsche Exportquote eine der höchsten unter den Industrieländern weltweit, nur die Schweiz ist mit einem Anteil von rund 50 Prozent eine noch „offenere“ Volkswirtschaft. In Italien (32 Prozent), Frankreich (22 Prozent), aber auch in China (20 Prozent) oder Großbritannien (17 Prozent) ist der Anteil deutlich geringer. Und auch in den USA (acht Prozent) oder Kanada (sieben Prozent) spielt der Export nur eine untergeordnete Rolle für die gesamtwirtschaftliche Aktivität. Insofern überrascht es nicht, dass in Deutschland etwa jeder vierte Arbeitsplatz vom Export abhängt. Umgekehrt ist die deutsche Wirtschaft aber auch auf Importe angewiesen, da wir nur über wenige eigene Rohstoffe verfügen. Vor allem zur Deckung unseres Energiebedarfs sind wir auf den Import fossiler Energieträger angewiesen.



Wichtigster Handelspartner Deutschlands, gemessen an der Summe aus Exporten und Importen, ist seit 2016 China, das die USA und zuvor Frankreich in dieser Rangfolge abgelöst hat. Betrachtet man dagegen nur die Exporte, so zeigen sich in den letzten drei Jahren geradezu

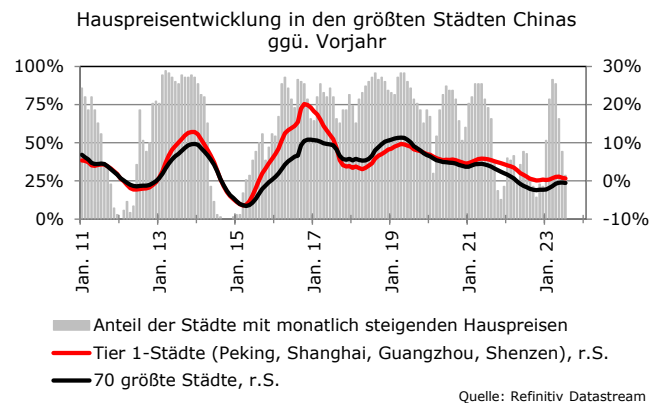
tektonische Verschiebungen. Während China im Jahr 2020 noch etwa gleichauf mit den USA das wichtigste Zielland für deutsche Exporte war, ist China inzwischen deutlich von den USA abgehängt und zudem in seiner Bedeutung von Frankreich und den Niederlanden überholt worden. Auch Länder wie Polen und Italien sind China dicht auf den Fersen. Dieser Bedeutungsverlust ist darauf zurückzuführen, dass die Exporte nach China seit Mitte 2021 nicht mehr oder kaum noch gewachsen sind und in diesem Jahr sogar einen deutlichen Rückgang von fast zehn Prozent gegenüber dem Vorjahr aufweisen. Bei einem Anteil der chinesischen Exporte am Bruttoinlandsprodukt von knapp drei Prozent ist ein nicht unerheblicher Teil der aktuellen deutschen Wirtschaftsschwäche auf China zurückzuführen.

China: Der Riese strauchelt

Lange Zeit war China mit beispiellosen Wachstumsraten der Motor der Weltwirtschaft. Seit dem Jahr 2000 wuchs die chinesische Wirtschaft um durchschnittlich mehr als acht Prozent pro Jahr, beflügelt unter anderem durch den Beitritt zur Welthandelsorganisation WTO im Jahr 2001. Doch inzwischen ist das exportgetriebene Wachstumsmodell Chinas in erhebliche Schwierigkeiten geraten. Ähnlich wie in Deutschland wachsen die chinesischen Exporte kaum noch. In die USA, Chinas wichtigstem Exportmarkt, gingen die Ausfuhren in diesem Jahr um 15 Prozent zurück, und auch in die EU wurde weniger exportiert als im Vorjahr. Eines der wenigen Länder, mit denen die Exporte wachsen, ist Russland, allerdings ist das Volumen der chinesischen Exporte nach Russland insgesamt so gering (Anteil von 0,4 Prozent an den Gesamtexporten), dass dieses Wachstum kaum ins Gewicht fällt.

Insgesamt zeigen die jüngsten Wirtschaftsdaten, dass sich die chinesische Wirtschaft deutlich schwächer entwickelt als erwartet. Die konjunkturelle Erholung nach der Abschaffung der strengen Covid-19-Regeln zu Jahresbeginn hat sich als Strohfeuer erwiesen und es wird immer wahrscheinlicher, dass China das Wachstumsziel der Regierung von fünf Prozent in diesem Jahr verfehlen wird. Die globale Wachstumsschwäche, zu der China selbst wesentlich beiträgt, wirkt sich ebenso negativ aus wie die hohe Verschuldung, die einerseits zu einer Verlangsamung der Infrastrukturinvestitionen führt und andererseits den Immobiliensektor in eine Krise gestürzt hat. Der boomende Immobilienmarkt war zeitweise für

rund 25 Prozent der gesamten Wirtschaftsleistung verantwortlich und hat das Wachstum des Landes stark angekurbelt. Doch die goldenen Zeiten sind vorbei, seit fast eineinhalb Jahren sinken die Immobilienpreise in den 70 größten Städten Chinas. Das wirkt sich negativ auf den Konsum, die Industrieproduktion und den Arbeitsmarkt aus, wo die Jugendarbeitslosigkeit auf ein Rekordniveau gestiegen ist.



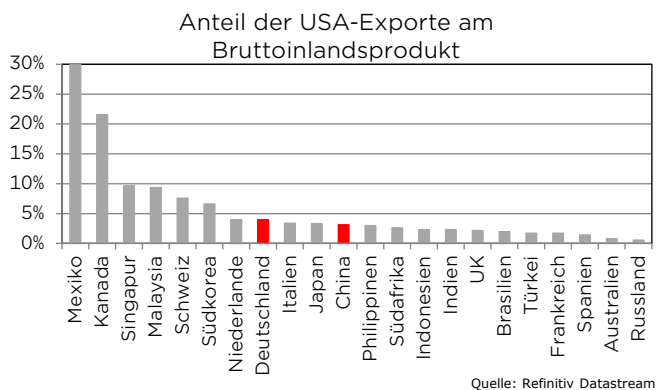
Ähnlich wie in Deutschland hat die chinesische Wirtschaft aber nicht nur ein konjunkturelles, sondern vor allem ein strukturelles Problem. Angesichts der hohen Verschuldung sind weitere umfangreiche staatliche Fiskalprogramme zur Stützung der Binnenkonjunktur kaum noch finanzierbar. Man fühlt sich an die Situation Japans in den 1990er Jahren erinnert, als das Platzen der Immobilienblase zu jahrelanger Deflation und wirtschaftlicher Stagnation führte. Und noch eine Parallele weist China zu Ländern wie Japan und Deutschland auf: eine schrumpfende Bevölkerung. So gehen die Vereinten Nationen davon aus, dass Chinas Bevölkerung von derzeit 1,4 Milliarden auf 1,3 Milliarden im Jahr 2050 und auf weniger als 800 Millionen im Jahr 2100 schrumpfen wird. Für Deutschland wird ein Rückgang der Bevölkerung von heute 84 Millionen auf 79 Millionen im Jahr 2050 und auf 69 Millionen im Jahr 2100 prognostiziert. Da das Potenzialwachstum einer Volkswirtschaft, also das langfristig erreichbare Wirtschaftswachstum bei normaler Auslastung der Produktionskapazitäten, von der Entwicklung des Arbeitsangebots bzw. des Erwerbspersonenpotenzials sowie der Arbeitsproduktivität bestimmt wird, ist davon auszugehen, dass die Wachstumsraten Chinas in den kommenden Jahren deutlich zurückgehen werden. Die derzeit von der chinesischen Regierung angestrebte Wachstumsrate von gut fünf Prozent wird im Durchschnitt der nächsten Jahre nicht erreichbar sein, vielmehr ist mit einem Wachstum von zwei bis drei Prozent zu rechnen.

Risikofaktor Trump

Auch wenn die nächsten US-Präsidentschaftswahlen noch mehr als ein Jahr entfernt sind, sollten sich alle Wirtschaftsnationen, für die der internationale Handel und insbesondere die Wirtschaftsbeziehungen zu den USA eine wichtige Rolle spielen, bereits heute mit den möglichen Auswirkungen einer Wiederwahl Donald Trumps beschäftigen. Sollte Trump erneut US-Präsident werden, droht ein neuer globaler Handelskrieg. So hat Trump angekündigt, neue Zölle in Höhe von zehn Prozent auf alle in die USA importierten Güter zu erheben. Auch wenn dies zu enormen Kosten für die US-Verbraucher führen und wahrscheinlich Gegenmaßnahmen der betroffenen Länder provozieren würde, hat Trump bereits in seiner ersten Amtszeit gezeigt, dass ihm wirtschaftliche Gesetzmäßigkeiten weitgehend egal sind, solange die Themen populistisch genug sind, um ihm in der Bevölkerung Gehör und Unterstützung zu verschaffen. Insbesondere die transatlantischen Beziehungen könnten einer erneuten Belastungsprobe ausgesetzt werden, zumal Trump bereits mit einem Austritt der USA aus der NATO gedroht hat. Bei seinem ersten G7-Gipfel erklärte der damals neue US-Präsident Biden: „America is back“. Die Frage ist, wie lange diese Aussage noch gilt.

die Abhängigkeit vom Außenhandel im Allgemeinen und von China im Besonderen zu verringern und in den nächsten Jahren zu versuchen, den Dienstleistungssektor zu stärken. Dies wird jedoch ein sehr zeitaufwendiger Prozess sein, wenn er denn tatsächlich in Angriff genommen werden soll. In einem ersten Schritt könnte es aufgrund der aufgezeigten Probleme sinnvoll sein, in Zukunft weniger auf China zu setzen, sondern andere Handelspartner zu suchen, die die Produkte der deutschen Industrie abnehmen. Dies könnten z.B. Länder sein, die in den nächsten Jahren aufgrund positiver demographischer Prognosen stark wachsen werden, wie z.B. Indien, Brasilien, Indonesien, Mexiko oder die Philippinen. Und wer weiß, vielleicht hilft uns das Thema KI ja auch beim notwendigen Produktivitätsschub. Wirtschaftlicher Erfolg ist nicht immer hundertprozentig planbar, wie im richtigen Leben gehört auch immer ein Quäntchen Glück dazu.

Carsten Klude



Notwendige Anpassungen an veränderte Rahmenbedingungen

Die hier angestellten Überlegungen zeigen, dass Deutschland sein bisheriges „Geschäftsmodell“ als Industrie- und Exportnation überdenken muss, um langfristig erfolgreich zu sein und den Wohlstand seiner Bürgerinnen und Bürger zu sichern. Klar ist aber auch, dass über viele Jahre, wenn nicht Jahrzehnte gewachsene Wirtschaftsstrukturen nicht von heute auf morgen verändert werden können. Dennoch scheint es unumgänglich,

Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	31.08.2023	24.08.2023	28.07.2023	30.05.2023	30.08.2022	30.12.2022
	16:58	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	34977	2,6%	-1,4%	5,9%	10,0%	5,5%
S&P 500	4535	3,6%	-1,0%	7,8%	13,8%	18,1%
Nasdaq	14105	4,8%	-1,5%	8,4%	18,7%	34,8%
Russell 2000	1912	3,5%	-3,5%	8,2%	3,0%	8,5%
DAX	15996	2,4%	-2,9%	0,6%	23,4%	14,9%
MDAX	27894	2,9%	-2,8%	4,1%	9,8%	11,1%
TecDAX	3186	3,2%	-3,5%	-1,0%	8,2%	9,1%
EuroStoxx 50	4323	2,1%	-3,2%	0,7%	21,4%	14,0%
Stoxx 50	3984	1,5%	-1,3%	0,3%	12,2%	9,1%
SMI (Swiss Market Index)	11145	1,5%	-1,5%	-1,2%	2,4%	3,9%
FTSE 100	7471	1,9%	-2,9%	-0,7%	1,5%	0,3%
Nikkei 225	32619	1,0%	-0,4%	4,1%	15,7%	25,0%
Brasilien BOVESPA	116557	-0,4%	-3,0%	7,0%	5,5%	6,2%
Russland RTS	1058	1,4%	2,3%	1,0%	-12,7%	9,0%
Indien BSE 30	64831	-0,6%	-2,0%	3,0%	8,9%	6,6%
China CSI 300	3765	1,1%	-5,7%	-1,9%	-7,6%	-2,7%
MSCI Welt	2992	2,9%	-2,2%	5,9%	13,1%	14,9%
MSCI Welt SRI	2915	3,0%	-2,6%	-5,0%	14,6%	17,9%
MSCI Emerging Markets	988	0,6%	-5,3%	1,9%	-0,4%	3,3%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	132,33	-16	-65	-286	-1587	-60
Bobl-Future	116,12	24	29	-153	-722	37
Schatz-Future	105,13	0	11	-35	-360	-30
3 Monats Euribor	3,80	15	40	66	318	191
3M Euribor Future, Dez 2023	3,93	6	6	16	149	32
3 Monats \$ Libor	5,67	2	4	18	259	90
Fed Funds Future, Dez 2023	5,44	-2	4	40	183	80
10-jährige US Treasuries	4,09	-15	14	40	97	26
10-jährige Bunds	2,46	-4	0	10	101	-10
10-jährige Staatsanl. Japan	0,65	0	12	21	42	24
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,92	-7	-7	-5	10	-69
US Treas 10Y Performance	581,87	1,1%	-1,0%	-2,6%	-4,5%	0,3%
Bund 10Y Performance	538,44	-0,1%	-0,2%	-0,6%	-6,0%	2,5%
REX Performance Index	433,91	0,0%	0,2%	-0,3%	-4,2%	0,3%
IBOXX AA, €	3,75	4	10	14	109	15
IBOXX BBB, €	4,60	6	11	3	78	-10
ML US High Yield	8,46	-20	2	-34	11	-52
Wandelanleihen Exane 25	6620	0,0%	0,0%	0,0%	-0,6%	0,0%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	586,77	1,3%	-0,7%	10,2%	-13,2%	-3,8%
MG Base Metal Index	385,03	0,5%	-2,4%	1,6%	-2,3%	-7,9%
Rohöl Brent	86,89	4,2%	2,2%	18,1%	-12,5%	2,3%
Gold	1942,69	1,1%	-0,9%	-0,8%	12,6%	7,0%
Silber	24,68	2,0%	1,2%	6,3%	33,7%	3,9%
Aluminium	2162,80	1,9%	-1,0%	-3,9%	-9,9%	-7,9%
Kupfer	8445,55	1,4%	-2,1%	4,2%	7,0%	1,0%
Eisenerz	108,99	1,1%	-3,3%	3,6%	3,9%	-2,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1094	-1,4%	-1,4%	-2,6%	7,6%	-27,8%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0850	0,1%	-1,5%	1,0%	8,1%	1,7%
EUR/ GBP	0,8562	-0,1%	-0,2%	-1,0%	-0,3%	-3,5%
EUR/ JPY	157,92	0,0%	3,0%	5,3%	13,8%	12,3%
EUR/ CHF	0,9582	0,2%	0,3%	-1,1%	-1,6%	-2,7%
USD/ CNY	7,2576	-0,3%	1,5%	2,5%	5,0%	5,1%
USD/ JPY	146,26	0,3%	3,6%	4,6%	5,4%	11,5%
USD/ GBP	0,7893	-0,2%	1,5%	-2,0%	-8,2%	-5,1%

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.