



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

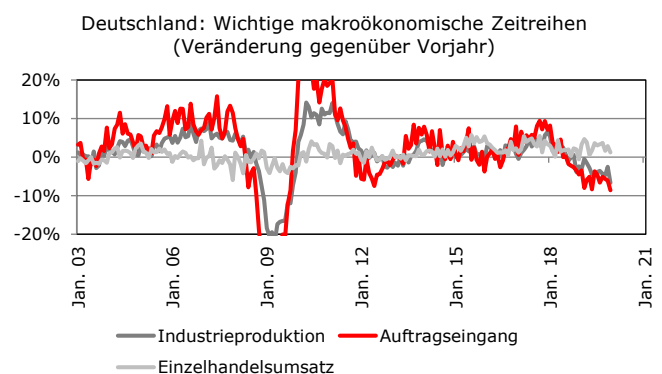
13. Februar 2020

### Deutschland: Die Konjunkturprognose für 2020 wackelt

Seit Beginn des Jahres 2018 steckt die deutsche Wirtschaft im konjunkturellen Abschwung. Handelsstreitigkeiten mit negativen Auswirkungen auf den Export, die bleiernen Brexit-Verhandlungen sowie die Probleme der Automobilindustrie haben Deutschland schwer getroffen. Nachdem das reale Bruttoinlandsprodukt 2017 noch um 2,5 Prozent gegenüber dem Vorjahr zulegen konnte, verlangsamte sich die Konjunkturdynamik 2018 auf 1,5 Prozent. 2019 kam das Wachstum sogar fast zum Erliegen, zwischenzeitlich war sogar eine leichte „technische“ Rezession (zwei Quartale in Folge mit einer rückläufigen Wirtschaftsleistung) nicht auszuschließen. Mitte Januar teilte das Statistische Bundesamt dann mit, dass das reale BIP 2019 gemäß seiner Schnellschätzung um 0,6 Prozent angestiegen sein dürfte. Zwar wurde keine Zahl für die Quartalsveränderung genannt, doch lässt sich aus der Gesamtjahreszahl schließen, dass die Wirtschaftsleistung im vierten Quartal um rund 0,25 Prozent gegenüber dem Vorquartal zugelegt haben muss. Allerdings kannten die Statistiker zu diesem Zeitpunkt noch nicht alle makroökonomischen Daten aus dem Dezember 2019.

In den letzten Tagen wurden jedoch die Dezember-Daten zu den Einzelhandelsumsätzen, den Auftrageingängen, der Industrieproduktion und zum Außenhandel veröffentlicht. Auf den ersten Blick fallen die Zahlen enttäuschend, zum Teil sogar verheerend, aus. Die Einzelhandelsumsätze sind gegenüber dem Vormonat um 3,3 Prozent gesunken, sodass sich im Quartalsvergleich ein Minus von 0,6 Prozent ergibt. Ebenso schwach fielen die Monatsvergleichswerte für den Auftrageingang

mit minus 2,1 und die Industrieproduktion mit minus 3,5 Prozent aus. Noch stärkere Produktionsrückgänge gab es nur während der Finanz- und Wirtschaftskrise im November 2008 und Januar 2009. Der Teilbereich der Bauproduktion wies im Dezember einen Rückgang von 2,8 Prozent gegenüber dem Vormonat aus. Im gesamten vierten Quartal ist die Industrieproduktion um 1,9 und der Auftrageingang um 0,5 Prozent gegenüber dem dritten Quartal zurückgegangen, während beim Bau ein kleines Plus von 0,2 Prozent verzeichnet wurde. Etwas positiver fielen dagegen die Zahlen zum Außenhandel aus: Die Exporte haben im Dezember leicht zugenommen (+0,1 Prozent), während die Importe gesunken sind (-0,7 Prozent). Alles in allem haben in Q4 die Ausfuhren etwas stärker als die Einfuhren zugenommen. Was bedeutet diese Zahlen nun für das Wirtschaftswachstum im vierten Quartal 2019 und für die Jahre 2019/2020?



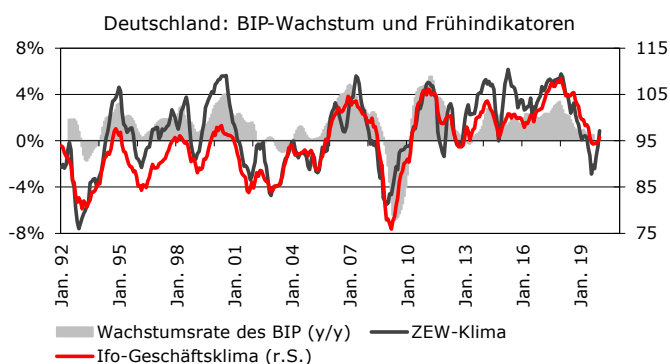
Unseres Erachtens nach ist es sehr unwahrscheinlich, dass das deutsche BIP im vierten Quartal 2019 gegenüber dem Vorquartal gewachsen ist. Eine Regression

zur Prognose des Wirtschaftswachstums mit den oben angeführten Variablen kommt zum Ergebnis, dass das reale BIP in Q4 2019 um 0,5 Prozent gesunken ist. Dies würde dazu führen, dass die Wirtschaftsleistung im Gesamtjahr 2019 nur um 0,4 Prozent statt um 0,6 Prozent gewachsen ist. Ließen wir alle anderen bisherigen Annahmen für das Jahr 2020 unverändert, ergibt sich für dieses Jahr ein zu erwartendes Wirtschaftswachstum von 0,8 Prozent in der in Deutschland üblichen Abgrenzung (saison-, aber nicht kalenderbereinigt), während wir für dieses Jahr bislang von einem Wachstum von 1,1 Prozent ausgegangen sind.

Allerdings wird das Statistische Bundesamt, wenn es die detaillierten BIP-Zahlen für das vierte Quartal am 14. bzw. 25. Februar vorlegt, wohl keine so starke Revision seiner eigenen Schätzung vornehmen. Wir halten es von daher für wahrscheinlich, dass das BIP den offiziellen Zahlen zufolge nach nur um 0,1 Prozent gegenüber dem dritten Quartal 2019 gesunken ist, sodass sich für das Gesamtjahr 2019 eine Wachstumsrate von 0,5 Prozent ergibt. Beim privaten Verbrauch rechnen wir mit einem kleinen Plus von 0,1 Prozent gegenüber dem Vorquartal, ebenso bei den Bauinvestitionen. Dagegen zeichnet sich bei den Ausrüstungsinvestitionen erneut ein dickes Minus von 2 bis 2,5 Prozent ab. Vom Außenbeitrag ist kein oder allenfalls ein minimaler Wachstumsimpuls zu erwarten, und die Lagerveränderungen werden negativ zu Buche schlagen. Allein vom Staatsverbrauch ist eine positive Quartalsveränderung von 0,7 Prozent zu erwarten. Bei unveränderten Annahmen für die einzelnen Quartale im Jahr 2020 ließe sich unsere ursprüngliche Wachstumsprognose für 2020 noch aufrechterhalten. Doch können die ursprünglichen Annahmen über den zu erwartenden Wachstumspfad im Jahr 2020 aufrechterhalten werden?

Die sehr schwachen Dezember-Daten lassen sich vermutlich relativ einfach erklären: Aufgrund der Lage der Feiertage war es vielen Arbeitnehmern leicht möglich, mit einer geringen Anzahl von Brückentagen den Urlaub zu verlängern. Dies dürfte ein entscheidender Faktor vor allem für die stark gesunkene Industrieproduktion (einschließlich Bau) und die geringe Anzahl an neuen Aufträgen gewesen sein; auch der Außenhandel wird unter diesem Effekt gelitten haben. Auf die Einzelhandelsumsätze dürfte sich der Arbeits-/Urlaubstageffekt dagegen weniger stark ausgewirkt haben, allerdings kam es in den vergangenen Jahren schon häufiger vor,

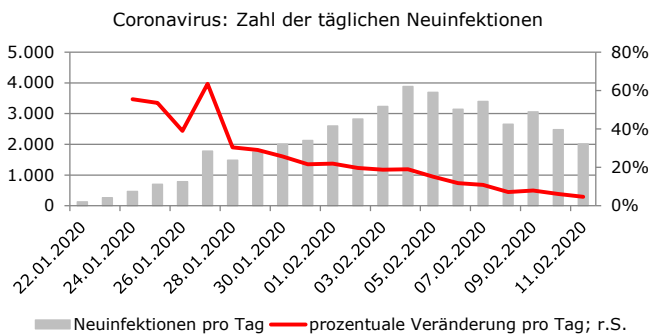
dass die ursprünglich schwachen Dezember-Zahlen im Nachhinein deutlich nach oben revidiert wurden. Alles in allem machen wir uns wegen der sehr schwachen Konjunkturdaten zum Jahresende keine allzu großen Sorgen. Selbst wenn diese bestätigt werden sollten, spräche im Normalfall viel dafür, dass diese Schwäche im ersten Quartal 2020 wieder aufgeholt wird. Darauf deutet auch hin, dass sich im Januar und Anfang Februar viele Frühindikatoren positiv entwickelt haben, die somit auf eine konjunkturelle Erholung im weiteren Jahresverlauf hindeuten.



Allerdings hat genau die Annahme dieses Normalfalls zuletzt Risse bekommen. Dies ist auf den Ausbruch des Coronavirus (COVID-19) zurückzuführen, der vor allem in China das wirtschaftliche Leben beeinträchtigt. So stehen Fabriken und Bänder still, und Geschäfte haben geschlossen, weil die Menschen zu Hause bleiben sollen, um eine Ausbreitung des Virus zu verhindern. Die ökonomischen Auswirkungen der Krankheit lassen sich derzeit noch nicht seriös beziffern, aber der Vergleich mit der Lungenkrankheit SARS, an der in den Jahren 2002 und 2003 rund 8.000 Menschen erkrankten und 800 starben, zeigt, welche potenziellen Risiken bei einer Ausbreitung der Infektion drohen. Das chinesische Wirtschaftswachstum verringerte sich beispielsweise von 11,1 Prozent im ersten Quartal 2003 auf 9,1 Prozent im zweiten Quartal. Das Wachstum der Industrieproduktion verringerte sich von fast 20 auf 14 Prozent, das der Einzelhandelsumsätze ging von zehn auf gut vier Prozent zurück. Allerdings war der Spuk damals schnell vorüber, und die chinesische Wirtschaft erholte sich ab dem dritten Quartal 2003 wieder.

Im Moment halten wir ein ähnliches Szenario auch diesmal für wahrscheinlich. Offiziellen Zahlen der chinesischen Gesundheitsbehörde (NHC) zufolge geht die Zahl der Neuerkrankungen beim Coronavirus seit einigen Tagen zurück, jedoch sind mehr Menschen an CO-

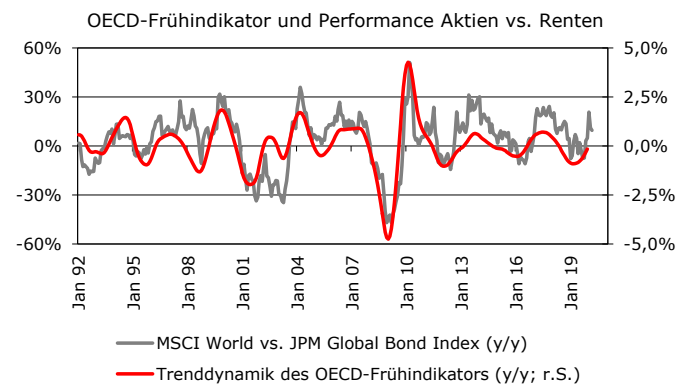
VID-19 erkrankt und gestorben als an SARS. Der Höhepunkt der Infektionswelle könnte mit etwas Glück bald erreicht sein. Allerdings gilt zu beachten, dass die meisten Volkswirte und Börsianer (uns eingeschlossen) bestenfalls Hobby-Virologen sind, d.h. letztendlich können sich diese Vermutungen auch als falsch erweisen. Dennoch wird es selbst bei einem schnellen Abebben der Krankheit vermutlich noch mindestens bis zum zweiten Quartal dauern, bis in China eine vollständige Rückkehr zur wirtschaftlichen Normalität erfolgt.



Dass die chinesische Wirtschaft in diesem Jahr mit der angestrebten Rate von sechs Prozent wächst, halten wir von daher für äußerst unwahrscheinlich. Das Wachstum dürfte wohl bestenfalls bei fünf und fünfeinhalb Prozent liegen, vielleicht sogar noch darunter. Die Bremseffekte für die Weltwirtschaft werden von daher spürbarer sein als es 2002/2003 der Fall gewesen ist. Damals hatte China einen Anteil von vier Prozent an der globalen Wirtschaft, heute sind es 16 Prozent. Ein um 0,5 (1,0) Prozentpunkte geringeres Wachstum in China würde bei isolierter Betrachtung in diesem Jahr zu einem um rund 0,1 (0,2) Prozentpunkte geringeren globalen Wachstum führen. Hinzu kommen jedoch weitere negative Multiplikatoreffekte, sodass die Weltwirtschaft 2020 nicht mit einer Rate von 3,3, sondern vielleicht nur mit einer von 3,0 oder 3,1 Prozent wachsen wird.

Das Coronavirus dürfte somit auch Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum in Deutschland haben. Schließlich ist China (vor den Niederlanden und den USA) unser wichtigster Handelspartner. Die für das erste Quartal erwartete Gegenbewegung auf das schwache Vorquartal dürfte schwächer ausfallen als ursprünglich von uns erwartet und erst später einsetzen. Das könnte bedeuten, dass das reale BIP 2020 nur um

0,8 Prozent wächst, sodass wir unsere Prognose um 0,3 Prozentpunkte reduzieren müssten. Berücksichtigt man, dass es in diesem Jahr deutlich mehr Arbeitstage als 2019 gibt und bereinigt man diesen Effekt, könnte das Wachstum in diesem Jahr mit 0,4 Prozent sogar niedriger ausfallen als im Vorjahr. Dies kann derzeit aber nur als erste grobe Einschätzung verstanden werden. Um die Konjunkturprognose anzupassen, müssen erst noch belastbarere Informationen vorliegen. Eine Rezession in Deutschland bleibt jedoch derzeit ein unwahrscheinliches Szenario.



Für Anleger gilt es von daher Ruhe zu bewahren und nicht auf einzelne Meldungen, seien sie positiv oder negativ, überzureagieren. Solange kein nachhaltiger konjunktureller Einbruch droht, dürften die Aktienmärkte durch die vermeintliche Konjunkturdelle hindurchschauen. Zudem können die Geld- (vor allem in den USA) bzw. die Fiskalpolitik (in Deutschland und einigen anderen europäischen Ländern) unterstützend eingreifen. Dabei gilt es besonders die wirtschaftliche Entwicklung in den USA im Blick zu behalten. Aufgrund der geringeren Außenhandelsverflechtungen der Vereinigten Staaten mit China ist die US-Wirtschaft weniger anfällig für eine wirtschaftliche Schwäche Chinas als dies beispielsweise für Deutschland der Fall ist. Auch aus diesem Grund macht es Sinn, in den Depots einen ordentlichen Anteil an US-Aktien zu halten. Würde sich aber auch die US-Wirtschaft am COVID-19 anstecken, müsste die gesamte Aktienquote doch auf den Prüfstand gestellt werden.

## Überblick über Marktdaten

| Aktienmärkte                   | Stand               | Veränderung zum        |                        |                         |                          |                   |
|--------------------------------|---------------------|------------------------|------------------------|-------------------------|--------------------------|-------------------|
|                                | 13.02.2020<br>12:06 | 06.02.2020<br>-1 Woche | 10.01.2020<br>-1 Monat | 12.11.2019<br>-3 Monate | 12.02.2019<br>-12 Monate | 31.12.2019<br>YTD |
| Dow Jones                      | 29551               | 0,6%                   | 2,5%                   | 6,7%                    | 16,2%                    | 3,5%              |
| S&P 500                        | 3379                | 1,0%                   | 3,5%                   | 9,3%                    | 23,1%                    | 4,6%              |
| Nasdaq                         | 9726                | 1,6%                   | 6,0%                   | 14,6%                   | 31,2%                    | 8,4%              |
| DAX                            | 13609               | 0,3%                   | 0,9%                   | 2,5%                    | 22,3%                    | 2,7%              |
| MDAX                           | 28978               | 0,2%                   | 1,8%                   | 7,3%                    | 22,3%                    | 2,3%              |
| TecDAX                         | 3233                | 0,8%                   | 4,1%                   | 9,6%                    | 27,4%                    | 7,2%              |
| EuroStoxx 50                   | 3809                | 0,1%                   | 0,5%                   | 2,6%                    | 19,4%                    | 1,7%              |
| Stoxx 50                       | 3482                | -0,1%                  | 1,4%                   | 3,9%                    | 18,1%                    | 2,3%              |
| SMI (Swiss Market Index)       | 11037               | 0,2%                   | 3,7%                   | 7,0%                    | 20,9%                    | 4,0%              |
| FTSE 100                       | 7421                | -1,1%                  | -2,2%                  | 0,8%                    | 4,0%                     | -1,6%             |
| Nikkei 225                     | 23828               | -0,2%                  | -0,1%                  | 1,3%                    | 14,2%                    | 0,7%              |
| Brasilien BOVESPA              | 116674              | 1,3%                   | 1,0%                   | 9,3%                    | 21,3%                    | 0,9%              |
| Russland RTS                   | 1536                | -0,2%                  | -4,9%                  | 6,0%                    | 26,4%                    | -0,8%             |
| Indien BSE 30                  | 41460               | 0,4%                   | -0,3%                  | 2,8%                    | 14,7%                    | 0,5%              |
| China Shanghai Composite       | 2906                | 1,4%                   | -6,0%                  | -0,3%                   | 8,8%                     | -4,7%             |
| MSCI Welt (in €)               | 2435                | 2,0%                   | 4,5%                   | 8,7%                    | 23,8%                    | 6,7%              |
| MSCI Emerging Markets (in €)   | 1110                | 1,9%                   | -0,1%                  | 6,5%                    | 10,7%                    | 2,9%              |
| <b>Zinsen und Rentenmärkte</b> |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| Bund-Future                    | 174,02              | 20                     | 267                    | 448                     | 800                      | 353               |
| Bobl-Future                    | 134,71              | 17                     | 84                     | 71                      | 162                      | 108               |
| Schatz-Future                  | 112,03              | 3                      | 11                     | 5                       | 14                       | 13                |
| 3 Monats Euribor               | -0,41               | -1                     | -2                     | -2                      | -11                      | -3                |
| 3M Euribor Future, Dez 2020    | -0,45               | -2                     | -7                     | -2                      | -35                      | 0                 |
| 3 Monats \$ Libor              | 1,71                | -3                     | -13                    | -20                     | -99                      | -20               |
| Fed Funds Future, Dez 2020     | 1,25                | -5                     | -11                    | -10                     | -95                      | 0                 |
| 10-jährige US Treasuries       | 1,58                | -6                     | -24                    | -33                     | -110                     | -34               |
| 10-jährige Bunds               | -0,40               | -4                     | -17                    | -16                     | -54                      | -22               |
| 10-jährige Staatsanl. Japan    | -0,03               | -1                     | -2                     | 0                       | -2                       | -1                |
| 10-jährige Staatsanl. Schweiz  | -0,77               | -7                     | -24                    | -39                     | -51                      | -30               |
| US Treas 10Y Performance       | 653,49              | 0,2%                   | 1,9%                   | 2,9%                    | 11,9%                    | 2,8%              |
| Bund 10Y Performance           | 671,90              | 0,1%                   | 1,6%                   | 1,5%                    | 5,4%                     | 2,1%              |
| REX Performance Index          | 496,02              | 0,0%                   | 0,6%                   | 0,4%                    | 1,3%                     | 0,6%              |
| IBOXX AA, €                    | 0,15                | -1                     | -13                    | -10                     | -52                      | -16               |
| IBOXX BBB, €                   | 0,71                | -2                     | -18                    | -21                     | -106                     | -20               |
| ML US High Yield               | 5,90                | -9                     | -8                     | -49                     | -109                     | -14               |
| JPM EMBI+, Index               | 915                 | 0,2%                   | 2,1%                   | 6,7%                    | 10,4%                    | 2,6%              |
| Wandelanleihen Exane 25        | 7899                | 0,0%                   | 2,4%                   | 4,3%                    | 12,3%                    | 3,2%              |
| <b>Rohstoffmärkte</b>          |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| CRB Spot Index                 | 402,21              | -0,7%                  | -1,3%                  | 2,6%                    | -2,3%                    | 0,2%              |
| MG Base Metal Index            | 281,68              | 0,1%                   | -6,2%                  | -5,2%                   | -7,7%                    | -6,1%             |
| Rohöl Brent                    | 55,24               | 0,2%                   | -15,8%                 | -11,6%                  | -11,8%                   | -16,7%            |
| Gold                           | 1573,60             | 0,6%                   | 0,9%                   | 8,4%                    | 20,2%                    | 3,5%              |
| Silber                         | 17,56               | -1,6%                  | -3,2%                  | 4,8%                    | 11,8%                    | -2,0%             |
| Aluminium                      | 1711,75             | 0,0%                   | -3,9%                  | -3,7%                   | -6,6%                    | -3,9%             |
| Kupfer                         | 5747,00             | 0,4%                   | -6,9%                  | -1,7%                   | -5,7%                    | -6,5%             |
| Eisenerz                       | 84,47               | 4,3%                   | -9,7%                  | 3,8%                    | -4,5%                    | -7,7%             |
| Frachtraten Baltic Dry Index   | 421                 | -2,3%                  | -45,6%                 | -68,9%                  | -29,6%                   | -61,4%            |
| <b>Devisenmärkte</b>           |                     |                        |                        |                         |                          |                   |
| EUR/ USD                       | 1,0868              | -1,2%                  | -2,0%                  | -1,3%                   | -3,8%                    | -3,3%             |
| EUR/ GBP                       | 0,8372              | -1,4%                  | -1,6%                  | -2,4%                   | -4,5%                    | -1,2%             |
| EUR/ JPY                       | 119,22              | -1,4%                  | -2,0%                  | -0,8%                   | -4,4%                    | -2,2%             |
| EUR/ CHF                       | 1,0626              | -0,8%                  | -1,8%                  | -3,1%                   | -6,6%                    | -2,1%             |
| USD/ CNY                       | 6,9819              | 0,1%                   | 0,9%                   | -0,4%                   | 3,1%                     | 0,2%              |
| USD/ JPY                       | 110,09              | 0,1%                   | 0,6%                   | 1,0%                    | -0,4%                    | 1,3%              |
| USD/ GBP                       | 0,7705              | -0,4%                  | 0,6%                   | -1,1%                   | -0,7%                    | 2,1%              |

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

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger  
+49 40 3282-2229  
jboettger@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.