



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

24. März 2020

Zur aktuellen Lage: Konjunktureller Einbruch spiegelt sich noch nicht in den Gewinnerwartungen wider

Liebe Kundinnen und Kunden, sehr geehrte Damen und Herren,

mittlerweile ist fast allen Regierungen und Notenbanken bewusst, dass der ökonomische Schaden, den die Pandemie Covid-19 anrichtet, immens sein wird. Zwar tun wir Ökonomen uns nach wie vor sehr schwer damit, das genaue Ausmaß der zu erwartenden Rezession genau zu bemessen, doch hat das Ifo Institut gestern einige Szenariorechnungen vorgestellt, in denen es darstellt, mit welchen Auswirkungen die deutsche Wirtschaft rechnen muss. Als Ergebnis zeigt sich, dass die meisten Konjunkturprognosen wohl immer noch zu optimistisch sind, obwohl die Mehrheit der Volkswirte in der Zwischenzeit schon von einem BIP-Rückgang wie während der Finanz- und Wirtschaftskrise von mehr als fünf Prozent ausgeht.

An den Aktienmärkten kommt es heute zu einer kräftigen Erholung, was vermutlich neben den ergriffenen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen auch damit zusammenhängt, dass China angekündigt hat, die Quarantänemaßnahmen in der Provinz Huabei, in der das Coronavirus zuerst auftrat, morgen aufzuheben. In der Provinzhauptstadt Wuhan, dem ersten Epizentrum der Krise, das seit dem 23. Januar von der Außenwelt abgeriegelt wurde, soll die Ausgangssperre am 8. April gelockert werden. Ausreisen sollen dann alle Personen dürfen, von denen keine Ansteckungsgefahr für andere ausgeht.

Hoffnung macht zudem, dass die Infektionszahlen in einigen Ländern zuletzt nicht mehr so stark angestiegen sind. Neben China gelten vor allem Südkorea und Japan als positive Beispiele, wo sich schnelle und rigorose Maßnahmen nun beginnen auszuzahlen. Der WHO zufolge ist die Zahl der Neuinfektionen in den letzten Tagen in beiden Ländern auf deutlich unter 100 Personen gesunken, die Zahl der Todesfälle lag unter zehn Personen. Auch in Italien haben sich die Infektions- und Todeszahlen in den letzten beiden Tagen stabilisiert. Allerdings ist es noch zu früh, um schon jetzt von einem positiven Trend zu sprechen. Ob dem so ist, werden erst die nächsten Tage zeigen.

Ein aktuelles Interview mit dem Börsenradio zu den aktuellen Konjunktur- und Kapitalmarktperspektiven finden Sie hier:

<https://www.mmwarburg.de/de/publikationen/kapitalmarktanalysen/Carsten-Klude-im-Interview-mit-dem-Boersen-Radio-Wir-haben-eine-Problemlage-ohne-Blaupause/>

Das Ifo Institut hat gestern Berechnungen zu den Kosten des Corona-Shutdowns für die deutsche Wirtschaft vorgestellt¹. Die Ergebnisse sind einigermaßen erschreckend: Kommt es zu einem partiellen Stillstand der Wirtschaft von mehr als einem Monat, droht eine Re-

¹ <https://www.ifo.de/publikationen/2020/aufsatz-zeitschrift/die-volkswirtschaftlichen-kosten-des-corona-shutdown>

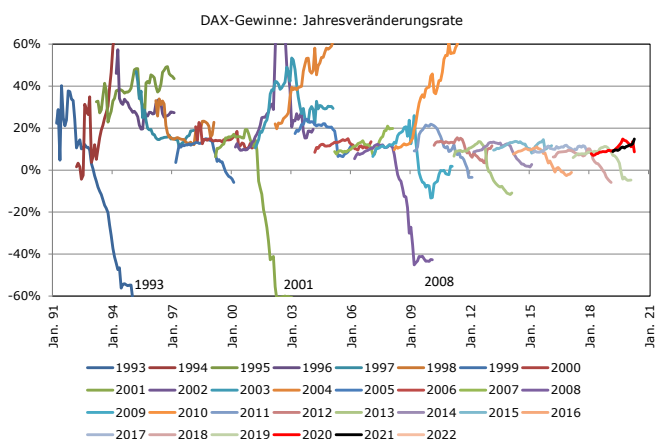
Konjunktur und Strategie

zession ungeheuren Ausmaßes. Die Berechnungen, die selbstverständlich einer sehr hohen Unsicherheit unterliegen, kommen zu dem Ergebnis, dass jeder „Shutdown-Monat“ zu einem Wachstumsverlust von etwa fünf Prozentpunkten führt. Dabei wurde unterstellt, dass die wirtschaftliche Aktivität in einigen Branchen komplett eingestellt wird (z.B. Sport, Unterhaltung, Erholung, Reisebüros, Restaurants und Bars), während andere Sektoren ihre Produktion unverändert aufrechterhalten (Pharma- und Gesundheitsindustrie, Versorger, Land- und Forstwirtschaft). Das Ifo Institut modelliert dann die zu erwartenden Wertschöpfungsverluste, die bei einem Shutdown von ein, zwei und drei Monaten auftreten. Darüber hinaus wird in zwei verschiedenen Szenarien die Post-Shutdown-Phase berechnet. In dieser dauert es einmal zwei Monate, bis das Ausgangsniveau der wirtschaftlichen Aktivität wieder erreicht wird und einmal benötigt man vier Monate, bis der Produktionsverlust wieder aufgeholt wird.

Als Fazit zieht das Ifo Institut, dass der zu erwartende wirtschaftliche Einbruch vermutlich alles in den Schatten stellen wird, was wir aus den letzten Jahren und Jahrzehnten kennen. Da es aus heutiger Sicht wahrscheinlicher ist, dass das Einfrieren der Wirtschaft eher zwei als nur einen Monat dauern wird, würde das bedeuten, dass man für Deutschland von einem BIP-Rückgang in diesem Jahr nicht nur von fünf, sondern eher von fast zehn Prozent ausgehen muss. Dies ist leider schon fast ein Best-Case-Szenario, denn selbst in China, das mit seinen autokratischen Machtverhältnissen sehr schnell ein Shutdown angeordnet hat und deswegen die Infektion weitgehend auf eine Provinz begrenzen konnte, hat es zwei Monate gedauert, bis die wirtschaftliche Quarantäne wieder gelockert wurde.

Was könnte das für den DAX und die Unternehmensgewinne der 30 DAX-Unternehmen bedeuten? Schon in den „normalen“ Rezessionen 1993 und 2001 sind die Gewinne um jeweils rund 60 Prozent eingebrochen, 2008 betrug das Minus 40 Prozent. Zwar haben die Unternehmensanalysten ihre Ertragsprognosen zuletzt etwas gesenkt, doch immer noch wird für dieses Jahr ein Gewinnzuwachs von fünf (Quelle: Factset) bzw. neun Prozent (Quelle: IBES) prognostiziert, gefolgt von einer weiteren Steigerung von gut 15 Prozent im nächsten Jahr. Wir glauben dagegen, dass ein Rückgang von 40 Prozent in diesem Jahr das Mindeste sein dürfte, was

man bei den Gewinnen unterstellen muss. Geht man davon aus, dass die Erträge im nächsten Jahr im Zuge einer konjunkturellen Erholung wieder um 40 Prozent ansteigen und bewertet man die heutigen Gewinnerwartungen in 12 Monaten und die auf diese Weise ermittelten Gewinnen im Jahr 2021 mit einem DurchschnittskGV von 12,8, würden sich „faire“ Dax-Ziele von aktuell 6.800 Punkten bzw. zum Jahresende von 8.900 Punkten errechnen. Natürlich kann dies angesichts der weiterhin großen Unsicherheiten nur als sehr grobe Messlatte verstanden werden, wohin sich der DAX in den kommenden Monaten bewegen könnte. Gemessen an seinem heutigen Niveau von 9.500 Punkten scheint der DAX aber bei diesem Szenario für die Unternehmensgewinne etwas überbewertet zu sein.



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

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

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

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

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@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.