

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

25. März 2020

Zur aktuellen Lage: Die USA werden zum Epizentrum der Coronakrise

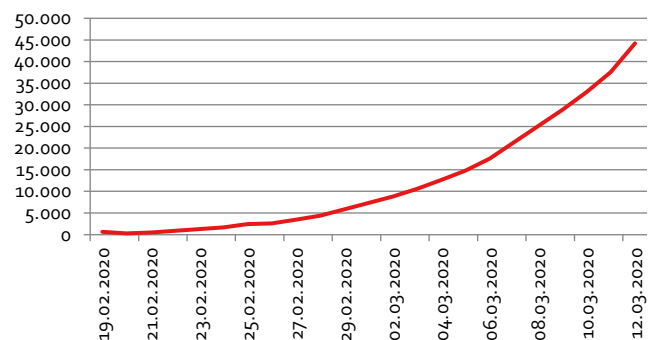
Liebe Kundinnen und Kunden, sehr geehrte Damen und Herren,

nun hat auch die US-Regierung ein gewaltiges Konjunkturpaket aufgelegt, um Liquiditätsprobleme bei Unternehmen zu überbrücken und den Konsum von Privatpersonen zu unterstützen. Der Aktienmarkt hat dies weltweit mit einem (temporären) Kursfeuerwerk quittiert. Zusammen mit den Maßnahmen der US-Notenbank haben die staatlichen Interventionen in den USA historische Dimensionen erreicht. Diese hohe Aktivität von Regierung und Notenbank erscheint aber auch angebracht, denn die USA haben sich in den letzten Tagen zu einem neuen Epizentrum der Coronakrise entwickelt. Es existiert derzeit kein anderes bedeutsames Land auf der Erde, in dem die Wachstumsrate der Corona-Infektionen so hoch ist wie in den USA. In unserer heutigen Analyse wollen wir daher einen genaueren Blick auf die Entwicklungen in den USA werfen. Wir stellen die These auf, dass die USA ähnlich hart wie Italien und Spanien getroffen werden können und auch in den USA das Gesundheitssystem sehr schnell an seine Grenzen geführt wird. Wir halten es nicht für ausgeschlossen, dass die Krise allein in den USA zu Hunderttausenden von Toten führen wird und das Potenzial hat, indirekt die Wiederwahl von Präsident Trump zu gefährden. Ein aktuelles Interview zu dem großen Rettungspaket der deutschen Bundesregierung finden Sie zudem auf unserem Youtube-Kanal:

<https://www.youtube.com/watch?v=op3LVkqqlco>

Die Coronakrise entwickelt sich weltweit weiterhin dynamisch, was die Zahl der Neuinfektionen betrifft. Wir befinden uns immer noch in der Phase des exponentiellen Wachstums. Exponentielle Wachstumspfade werden von Menschen weniger gut verstanden, da sie nicht typischen Lebenserfahrungen entsprechen. Selbst Entscheidungsträger in Wirtschaft und Politik sind immer wieder überfordert, wenn es darum geht, die Konsequenzen exponentieller Wachstumsprozesse richtig einzuordnen. Um die Dramatik der letzten Wochen zu veranschaulichen, haben wir in einer ersten Grafik nur die Entwicklung der weltweiten Corona-Infektionen (ex-China) bis zum 12.03.2020 aufgezeigt.

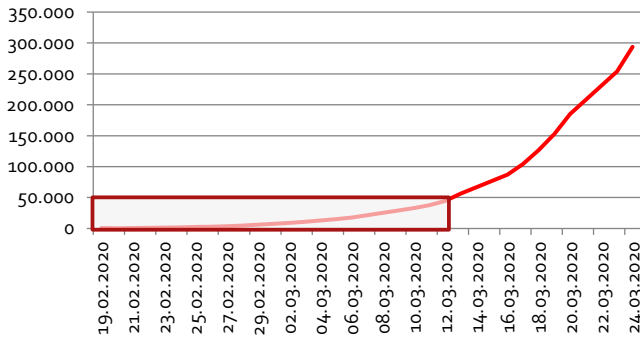
Entwicklung der global COVID-19-Infizierten
ex China bis zum 12.3.2020



In der folgenden Grafik findet sich die gesamte Entwicklung einschließlich der knapp zwei Wochen vom 13.3. bis heute.

Konjunktur und Strategie

Entwicklung der global COVID-19-Infizierten ex China



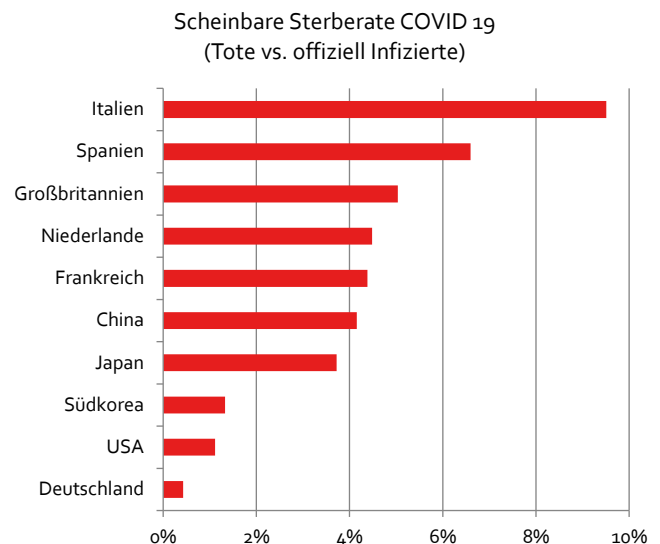
Der Verlauf der Kurve erscheint auf den ersten Blick ähnlich dramatisch; das ganze Ausmaß der Krise offenbart sich aber erst, wenn man sich darüber klar wird, dass der Verlauf der ersten Grafik in das kleine schmale Rechteck der zweiten Grafik passt. Nichts deutet darauf hin, dass es bei globaler Perspektive zu einer Abflachung kommt. In den letzten Tagen war die globale Wachstumsrate von Tag zu Tag vergleichsweise konstant. Allerdings gibt es von Region zu Region und von Land zu Land teilweise erhebliche Unterschiede. Zum einen finden die Entwicklungen phasenverschoben statt. Gleichzeitig kann je nach staatlicher Eingriffsintensität und „Kooperation“ von Bürgern hinsichtlich der ergriffenen Maßnahmen eine große Bandbreite an Wachstumsraten bei der Zahl der Infizierten festgestellt werden.

schon Position; dies mag aber damit zusammenhängen, dass in Deutschland die Zahl der Tests weiter massiv nach oben gefahren wird und damit die „Dunkelziffer“ bei den Infizierten eher kleiner wird. Es gibt Hinweise darauf, dass in Deutschland pro Einwohner bisher kumuliert um den Faktor 5 - 10 mehr getestet wurde als in den USA.

Wir sind uns auch bewusst darüber, dass aufgrund der unterschiedlichen Testintensitäten in den verschiedenen Ländern die jeweiligen offiziellen Fallzahlen mit großer Vorsicht betrachtet werden müssen. Das große Fragezeichen, das mit der Qualität der Daten zu den COVID-19-Infizierten einhergeht, lässt sich schon indirekt an der nach wie vor extrem unterschiedlichen „scheinbaren“ Sterblichkeit in den verschiedenen Ländern beobachten. Während in Deutschland der Quotient aus Toten zu Infizierten bei etwa 0,5% liegt, beträgt der Wert für Italien fast 10%. Doch sterben in Italien tatsächlich fast 20 mal so viele infizierte Menschen an der Krankheit wie in Deutschland? Vermutlich nicht; da das Gesundheitssystem in weiten Teilen Italiens kollabiert ist, liegt die tatsächliche Sterblichkeit vielleicht beim fünffachen des Wertes von Deutschland. Der Rest der Differenz lässt sich vermutlich mit einem deutlich weniger umfangreichen und weniger effizienten Testen erklären.

	Dynamik der Wachstumsrate (Werte über 1 gehen mit steigenden Wachstumsraten einher)	Über mehrere Tage geglättete tägliche Wachstumsrate der Neuinfektionen
Deutschland	78%	46%
USA	101%	63%
Südkorea	89%	2%
Japan	72%	8%
Frankreich	62%	33%
Niederlande	50%	33%
Großbritannien	46%	43%
Spanien	32%	44%
Italien	62%	24%

So zeigen unsere Berechnungen, dass vor allem die USA nicht nur eine hohe Wachstumsrate aufweisen, sondern auch eine vergleichsweise hohe Dynamik in der Wachstumsrate. Deutschland befindet sich - nebenbei bemerkt - in dieser Betrachtung auch auf einer kriti-

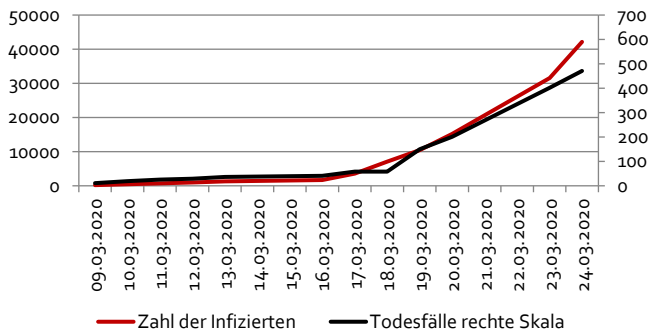


Aber während in Italien die Dynamik der Infektionen leicht rückläufig ist, starten die USA gerade jetzt erst durch. Die USA haben genau acht Tage gebraucht, um von 1000 Infizierten auf über 40.000 Infizierte zu kommen. In China hat exakt diese Ausweitung zwölf Tage benötigt. Diese vier Tage Unterschied sind das Ergebnis

Konjunktur und Strategie

einer großen Differenz in der Wachstumsrate; in den USA explodiert die Lage derzeit geradezu.

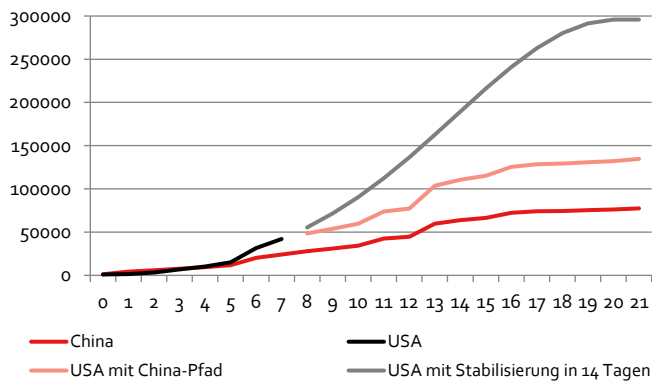
Entwicklung der COVID-19-Infizierten und der Todesfälle in den USA



Nun stellt sich die Frage, wie es in den kommenden Tagen weitergeht. Dazu haben wir einige Szenariorechnungen angestellt, die beide für sich sehr optimistisch sind. Im ersten Fall unterstellen wir, dass die USA ab morgen auf den Wachstumspfad einschwenken, den China nach dem achten Tag nach Erreichen der 1000er-Marke bei Infizierten beschritten hat.

Das ist eine extrem heroische Annahme, denn die USA sind keine Diktatur, in der man schon mal die Türen einer Mietskaserne von außen zuschweißen kann, damit keine Infizierten das Haus verlassen (genau das ist in China in Einzelfällen passiert). Die USA sind auch kein Land, in dem sich alle Menschen freiwillig über ihr Smartphone tracken lassen. Und schließlich hat auch die US-Regierung den Ernst der Lage scheinbar noch nicht ganz erkannt, so dass ein derartiger Wachstumspfad tatsächlich komplett ausscheidet.

Projektion der Fallzahlen (Infizierte) für die USA; die Betrachtung startet am Tag, an dem China und die USA jeweils über 1000 Infizierte hatten



Dieser Wachstumspfad würde zu knapp 150.000 Infizierten in zwei Wochen führen. Theoretisch denkbar, aber immer noch mit heroischen Annahmen versehen

wäre ein Pfad, bei dem die aktuelle Wachstumsrate bei Infektionen so abgeschmolzen wird, dass in etwa zwei Wochen die Wachstumsrate Null Prozent beträgt. Das führt dann zu etwa 300.000 Infizierten (bei hoher Dunkelziffer!) in zwei Wochen und entspricht etwa der Zahl der jetzt aktuell weltweit offiziell Infizierten.

Aber seien wir ehrlich - auch dieses Szenario ist vermutlich zu optimistisch. Wir haben uns für die Simulation realistischer Pfade daher auf professionelle Hilfe verlassen und einen Simulator verwendet, der in Fachkreisen als extrem leistungsfähig gilt, da er eine sehr hohe Zahl an krankheitsspezifischen Parametern berücksichtigen kann.¹ Verwendet man die hier relevanten COVID-19-spezifischen Parameter und wählt als theoretisches Basisszenario eine Situation des „Laufenlassens“ ohne jegliches Eingreifen, könnten bis Ende des Jahres in den USA ca. 7 Mio. Menschen an dieser Infektion sterben.

Wir sind uns darüber bewusst, dass dies natürlich in keiner Weise ein realistisches Szenario ist. Die US-Regierung hat inzwischen reagiert, und auch viele Bundesstaaten und Städte haben teilweise schon vor vielen Tagen einen partiellen Lockdown verordnet. Im Moment ist schwer einzuschätzen, wie sich dieser Lockdown auf die sog. Basisreproduktionszahl auswirkt. Diese gibt an, wie viele Menschen im Durchschnitt von einer infizierten Person angesteckt werden, wenn noch keine Massenimmunisierung vorliegt. Zudem ist schwer einzuschätzen, ob in den kommenden Tagen (wovon wir ausgehen) auch in den USA noch drastischere Maßnahmen ergriffen werden, die diese zentrale Kennzahl weiter drücken.

Wir haben zwei Szenarien gerechnet, die wir beide für ähnlich wahrscheinlich halten (Szenario 1 und Szenario 2 im **Anhang** dieser Publikation). Beide kommen in etwa zu einer Todeszahl von knapp 700.000 Toten in den USA innerhalb der nächsten 200 Tage. In unserem Szenario 3 sind wir etwas pessimistischer und unterstellen, dass die USA noch etwa 15 Tage den Ernst der Lage nicht hinreichend erkennen und dann aber besonders scharf reagieren. Hier stiege die Anzahl der Todesfälle schon auf über eine Million.

¹ Der Simulator von Gabriel Goh findet sich unter <http://gabgoh.github.io/COVID/index.html> und eignet sich durchaus zum „Spielen“, wenn man über rudimentäres Fachwissen in diesem Kontext verfügt.

Natürlich sind solche Simulationen mit extremen Unsicherheiten und Fehlerbandbreiten versehen, zumal nicht absehbar ist, welche therapeutischen Fortschritte in den kommenden Wochen gemacht werden. Zudem ist nach wie vor nicht ganz klar, wie hoch tatsächlich die Sterblichkeit im Fall eines stark belasteten Gesundheitssystems angesetzt werden muss. Die von uns angesetzten Annahmen befinden sich auf der vorsichtigen Seite, könnten sich aber in den kommenden Monaten dennoch als zu hoch erweisen. Die Botschaft ist aber auch losgelöst von konkreten Zahlen unmissverständlich. Wenn die USA nicht schleunigst und nachhaltig auf diese Krise reagieren, ist in vielen Städten der USA mit einer massiven Überforderung des Gesundheitssystems zu rechnen – und das bei einer gleichzeitigen Unterausstattung des Sozialsystems.

In gewisser Weise hat die US-Regierung – um im Bild von Infektionskrankheiten zu bleiben – die Wahl zwischen Pest und Cholera. Kippt die Stimmung in der Bevölkerung aufgrund eines kollabierenden Gesundheitssystems, müssen Shutdown-Maßnahmen und staatliche Eingriffe stärker und länger ausfallen als bisher angedacht. Tut man dies, leidet wiederum die US-Wirtschaft, ebenfalls mit unabsehbaren Folgen für Bürger in einem Staat mit einem nur schwach ausgebildeten Sozialsystem. Das ist für die Trump-Administration eine unkomfortable Ausgangslage in einem Wahljahr. Kein Wunder, dass die Regierung in dieser Zwickmühle Zeichen der Überforderung zeigt.

Und es wäre am Ende eine Ironie der Geschichte, wenn ausgerechnet ein chinesischer Virus das Ende der wirt-

schaftlichen und gesellschaftlichen Dominanz der USA beschleunigt und sich so für China die Chance bietet, die scheinbare (!) Leistungsfähigkeit diktatorischer Systeme zu belegen. Die Corona-Krise hat das Zeug dazu, eine Zeitenwende zu markieren.

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

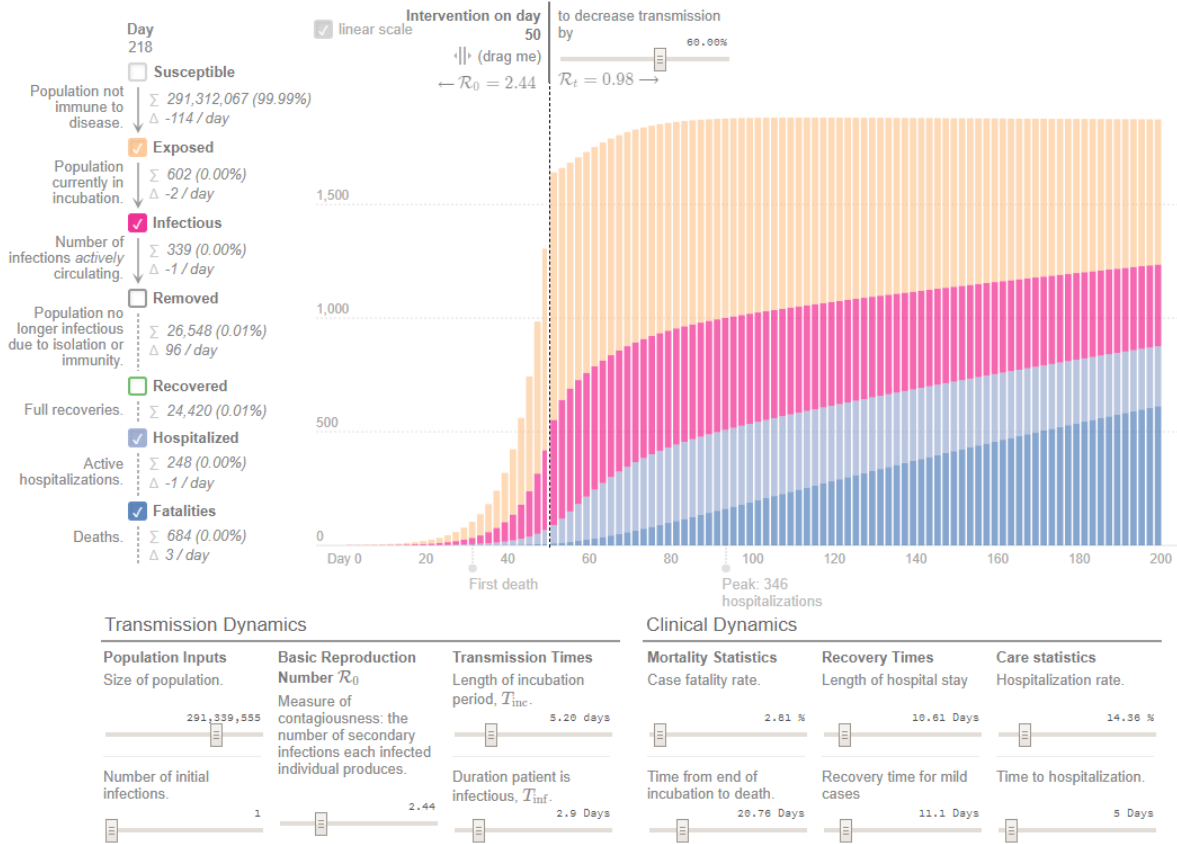
Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

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.

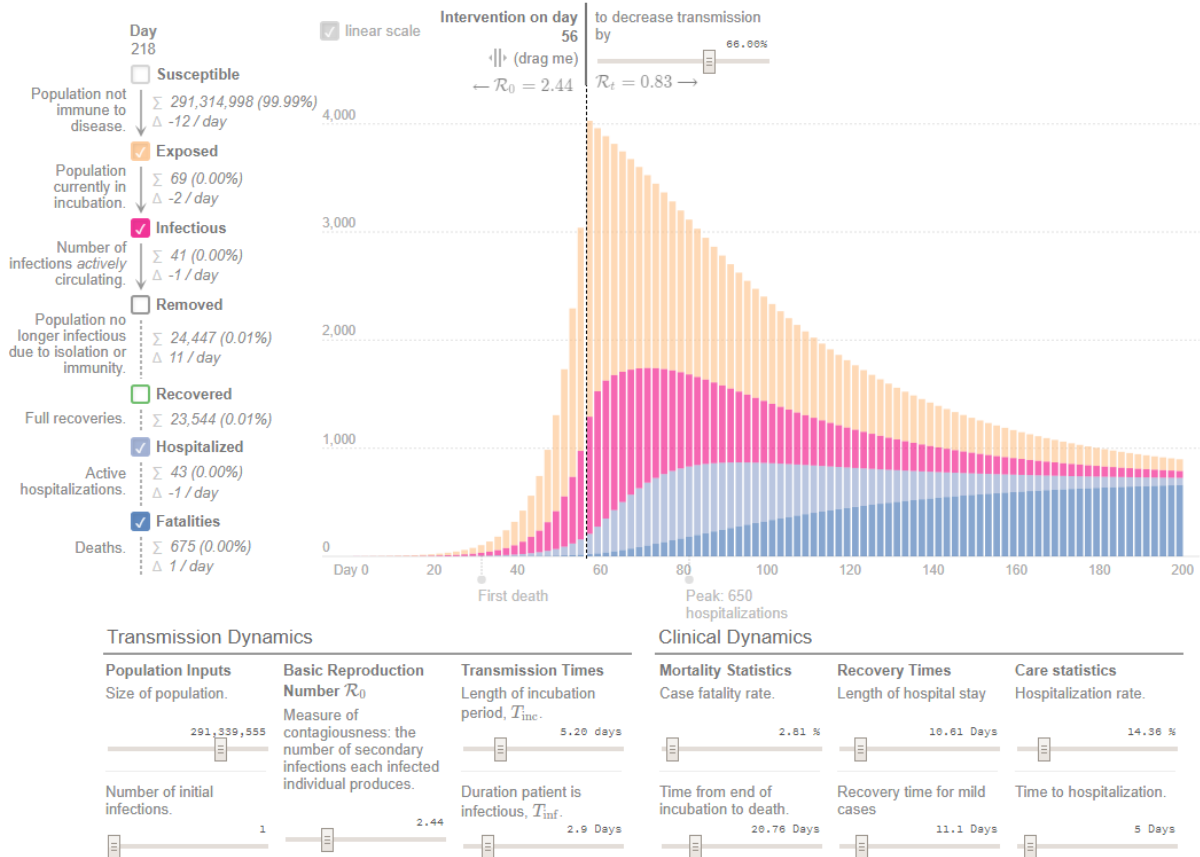
Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.

Anhang

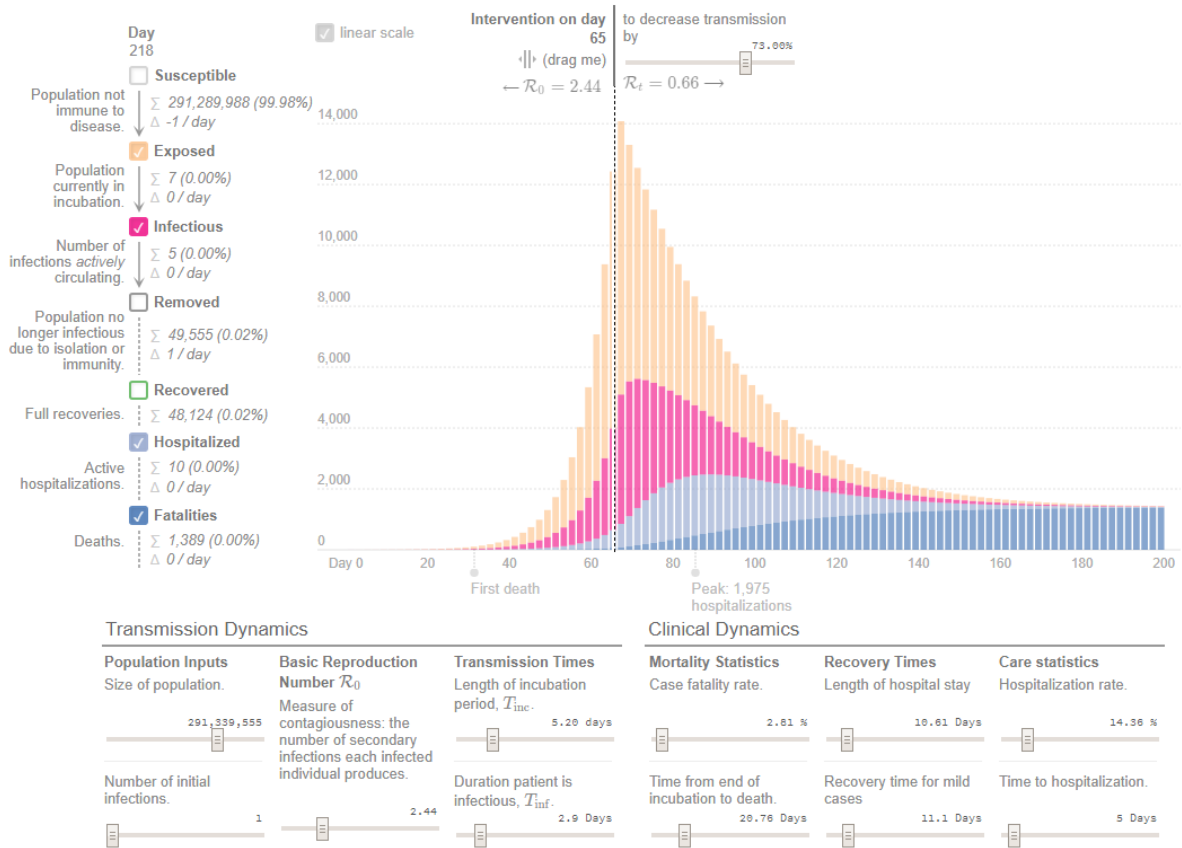
Szenario 1: Schnelle Reduktion der Ansteckungen auf eine Basisreproduktionszahl knapp unter eins



Szenario 2: Etwas verspätete Reduktion der Ansteckungen auf eine Basisreproduktionszahl von 0,83



Szenario 3: Starke Verzögerung der Reduktion der Ansteckungen, dann extrem massive Maßnahmen mit Basisreproduktionszahl von 0,66



Szenario 4: Worst-case: Keine staatlichen Eingriffe als theoretisches Basisszenario

