



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

26. März 2020

### Coronakrise: Kommt die Inflation und was macht die Staatsverschuldung?

*Liebe Kundinnen und Kunden, sehr geehrte Damen und Herren,*

*Notenbanken und Regierungen rund um den Globus handeln in der aktuellen Krise frei nach dem Motto „Nicht kleckern, sondern klotzen!“. In den USA hat der Senat einem Maßnahmenpaket in Höhe von zwei Billionen US-Dollar zugestimmt (rund neun Prozent des US-BIPs), das wahrscheinlich morgen auch vom Repräsentantenhaus abgesegnet und dann von US-Präsident Trump unterschrieben werden wird. In Deutschland hat der Bundestag einen Nachtragshaushalt über 156 Milliarden Euro gebilligt (4,5 Prozent des deutschen BIPs), ergänzt um einen Rettungsschirm von 600 Milliarden Euro. Die US-Notenbank hat die Leitzinsen auf nahezu null gesenkt, ein Anleihekaufprogramm mit unbegrenzter Feuerkraft aufgelegt und sämtliche Notfallinstrumente aus der Finanzkrise 2008/2009 aktiviert. Ähnlich sieht es bei der EZB aus, die in der vergangenen Woche ihr mindestens 750 Milliarden Euro schweres „PEPP“-Programm aufgelegt hat und heute Nacht die Ankaufbedingungen konkretisiert hat. Zwar soll bei Käufen grundsätzlich weiterhin der Kapitalschlüssel (Anteil der nationalen Notenbanken am Kapital der EZB) angewendet werden, der festlegt, wie viele Anleihen der einzelnen Mitgliedsländer die EZB erwerben kann. Allerdings rückt die Notenbank von ihrer bisherigen „33%-Regel“ ab, nach der sie maximal ein Drittel aller ausstehenden Schulden eines Landes kauft. Dies sorgt für noch mehr Flexibilität und hilft vor allem den Staatsanleihen aus der europäischen Peripherie.*

*Kurzfristig halten wir all diese Maßnahmen für notwendig und richtig, um einen Schutzschirm für Unternehmen und Privathaushalte aufzuspannen und einem möglichen Vertrauensverlust in die wirtschaftliche Handlungsfähigkeit von Regierungen und Zentralbanken abzuwenden. Doch was werden die langfristigen Folgen dieser Wirtschaftspolitik sein? „There is no free lunch“, jede Entscheidung, die heute getroffen wird, hat zukünftige Konsequenzen. Kommt es nun bald zur (Hyper-)Inflation, einer ausufernden Staatsverschuldung und einer späteren Währungsreform? Mit diesen Fragen beschäftigt sich der heutige Flash Report. Darüber hinaus sind auch neue geopolitische Spannungen denkbar. So könnte sich das ohnehin schon sehr angespannte Verhältnis zwischen den USA und China weiter verschlechtern. Wir sind zwar keine Anhänger von Verschwörungstheorien, jedoch könnten die USA (oder auch andere Staaten) auf die Idee kommen, zu fragen, wer für diese Probleme verantwortlich ist. Dass US-Außenminister Pompeo auf dem gestrigen G7-Gipfel nicht vom Coronavirus, sondern vom Wuhan-Virus sprach und China eine gezielte Desinformationskampagne vorwarf, ist vielleicht nur ein kleiner Vorgesmack auf das, was sonst noch in nächster Zeit an politischen Scharmützeln auf internationaler Bühne zu erwarten ist.*

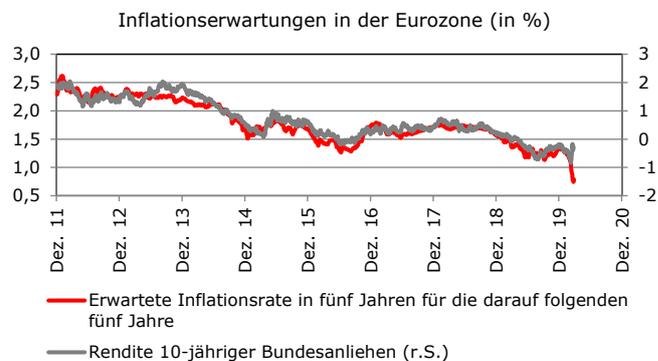
Wird es angesichts der aktuellen Entwicklungen zu einem Anstieg der Inflationsrate kommen? Diese Frage wird derzeit häufig gestellt, da die Geld- und Fiskalpolitik derzeit Vollgas gibt. Muss das viele Geld nicht ir-

gendwo hin? Wir gehen allerdings nicht davon aus, dass die Preissteigerungsraten in den nächsten Monaten nach oben schnellen werden. Im Gegenteil: Die derzeitige wirtschaftliche Situation ist durch vier Schocks gekennzeichnet, die alle tendenziell deflationär wirken. Neben einem Angebotsschock (Produktionsstilllegungen, Lieferkettenunterbrechungen) haben wir es zeitgleich mit einem Nachfrageschock (Vertrauensverlust, Quarantänemaßnahmen, Einkommensverlust), einem Liquiditätsschock (eingeschränkte Funktion der Geld- und Kreditmärkte, Notverkäufe von Aktien und Anleihen, eingeschränktes Market-Making) und einem Ölpreisschock (Preiskrieg zwischen Russland und Saudi-Arabien) zu tun. Von daher werden die Inflationsraten in den nächsten Monaten wahrscheinlich deutlich sinken. Allein aufgrund des Ölpreisverfalls wird sich die Inflationsrate in der Eurozone in den nächsten Monaten auf etwa null Prozent abschwächen. Bleibt der Ölpreis längere Zeit auf seinem derzeitigen Niveau, wird die Inflationsrate wohl sogar leicht in den negativen Bereich abrutschen.



Aber nicht nur der Ölpreisverfall wirkt deflationär, auch der zu erwartende massive wirtschaftliche Einbruch wird auf die Preise drücken. Für Deutschland und die Eurozone gehen wir mittlerweile von einem Rückgang des realen BIPs von etwa sieben Prozent in diesem Jahr aus. Diese Nachfrageschwäche hat das Zeug, die Preise noch weiter nach unten zu drücken. Allerdings gibt es auch Güter, bei denen die Preise aufgrund der Angebotsverknappung steigen werden. Diese dürften allerdings in den Warenkörben keine so große Rolle spielen. Kommt es 2021 dann zu der von uns erwarteten schnellen und starken Konjunkturerholung (BIP-Zuwachs von fünf Prozent), werden sich die Inflationsraten ebenfalls wieder normalisieren. Sogar ein zweitweises Überschießen über die Marke von zwei Prozent ist dann möglich. Dies ist ein Szenario, das analog zur Situation während und nach der Finanzkrise 2008/2009 ablaufen dürfte.

Damals lag die Inflationsrate im Sommer 2009 im Tief bei -0,6 Prozent, gut zwei Jahre später lag sie dann für einige Monate bei drei Prozent, ehe sie sich danach wieder auf einem deutlich niedrigeren Niveau einpendelte. Nur das diesmal der Tief- und Hochpunkt noch extremer sein könnten.



Im Vergleich zur Inflation dürfte die Coronakrise deutlich nachhaltigere Auswirkungen auf die Staatsverschuldung haben. Unterstellen wir, dass keine weitere fiskalische Unterstützung notwendig wird, führt die deutsche Neuverschuldung von 156 Milliarden Euro dazu, dass die Staatsschuld von 2.036 auf 2.192 Milliarden Euro ansteigt. Die Schuldenquote würde sich in diesem Fall von 59 auf 64 Prozent erhöhen – allerdings nur bei einer unveränderten Wirtschaftsleistung. Geht man dagegen von einem nominalen Rückgang des deutschen BIPs in Höhe von acht Prozent aus (sieben Prozent real zuzüglich eines deflationären Effekts von einem Prozentpunkt), steigt die Schuldenquote in diesem Jahr um zehn Prozentpunkte auf 69 Prozent an. Nicht schön, aber immer noch verkraftbar.

Allerdings ist die Haushaltssituation nicht in jedem unserer europäischen Nachbarländer so komfortabel wie bei uns. So hat Italien eine Staatsverschuldung von 136 Prozent. Geht man davon aus, dass das Haushaltsdefizit in diesem Jahr auf vier Prozent ansteigt, kämen zu den bestehenden Staatsschulden von gut 2.430 Milliarden Euro gut 70 Milliarden Euro hinzu. Bei einem unveränderten italienischen BIP würde die Schuldenquote auf 140 Prozent ansteigen. Geht man aber davon aus, dass das italienische BIP in diesem Jahr ebenfalls um acht Prozent schrumpft, steigt die Schuldenquote auf 152 Prozent an – ein neuer Rekord. Unterstellt man, dass für Griechenland ähnliche Rahmenbedingungen wie für Italien gelten (wir gehen von einer Neuverschuldung von drei Prozent und einem BIP-Rückgang von acht Prozent aus), steigt die Schuldenquote von 175

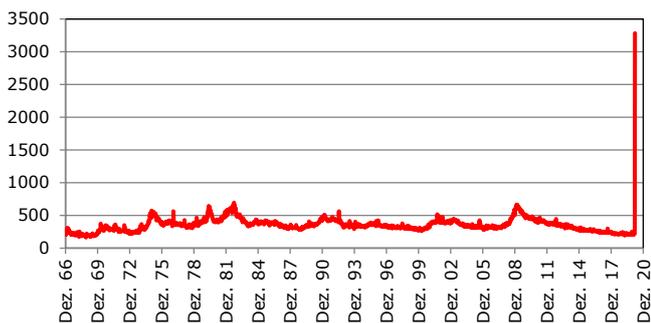
# Konjunktur und Strategie

---

auf 194 Prozent an. In den USA dürfte die Staatsverschuldung gemessen am BIP von 110 auf 130 Prozent ansteigen.

Diese Berechnungen zeigen, dass die staatlichen Fiskalprogramme in fast allen Länder zu einem sehr starken Anstieg der Verschuldung führen werden. Dies könnte für die Eurozone die Saat für eine neue Staatsschuldenkrise sein. Die EZB wird sich mit aller Macht gegen ein Auseinanderbrechen der Eurozone stemmen, aber man benötigt schon etwas Phantasie, um zu dem Ergebnis zu kommen, dass dieses Vorhaben erneut erfolgreich sein wird. Im Kern läuft es darauf hinaus, dass die Notenbank auch in den nächsten Jahren Staatsschulden aufkauft und die Zinsen auf null setzt. Nur damit kann die Schuldentragfähigkeit dauerhaft aufrechterhalten werden. Dass dies einer eigentlich verbotenen Staatsfinanzierung gleichkommt, wird dann vielleicht erneut die Gerichte beschäftigen. Gut möglich, dass die EZB wie die Bank of Japan auch zu einer direkten Zinssteuerung übergeht, in dem sie eine Obergrenze für die Rendite von Staatsanleihen festsetzt. Wie man es auch dreht und wendet: Die ökonomischen Probleme, die das Coronavirus SARS-CoV-2, mit sich bringt, werden uns noch lange beschäftigen. Selbst dann, wenn das Virus längst eingedämmt ist.

Chart des Tages: US-Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe mit einem nie zuvor gesehenen Anstieg



## Überblick über Marktdaten

	Stand 26.03.2020 16:49	Veränderung zum				
		19.03.2020 -1 Woche	25.02.2020 -1 Monat	25.12.2019 -3 Monate	25.03.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	22341	11,2%	-17,5%	-21,7%	-12,4%	-21,7%
S&P 500	2594	7,7%	-17,1%	-19,5%	-7,3%	-19,7%
Nasdaq	7689	7,5%	-14,2%	-14,1%	0,7%	-14,3%
DAX	9922	15,2%	-22,4%	-25,4%	-12,6%	-25,1%
MDAX	21187	14,2%	-22,4%	-25,8%	-13,9%	-25,2%
TecDAX	2565	12,8%	-16,0%	-16,1%	-2,4%	-14,9%
EuroStoxx 50	2811	14,5%	-21,3%	-25,5%	-14,8%	-24,9%
Stoxx 50	2693	9,3%	-18,4%	-21,5%	-12,3%	-20,9%
SMI (Swiss Market Index)	9135	4,0%	-12,8%	-14,8%	-1,8%	-14,0%
FTSE 100	5740	11,4%	-18,2%	-24,8%	-20,0%	-23,9%
Nikkei 225	18665	12,8%	-17,4%	-21,5%	-11,0%	-21,1%
Brasilien BOVESPA	78642	15,1%	-30,8%	-32,1%	-16,0%	-32,0%
Russland RTS	1018	12,8%	-29,6%	-34,1%	-17,1%	-34,3%
Indien BSE 30	29947	5,9%	-25,7%	-27,8%	-20,8%	-27,4%
China Shanghai Composite	2765	2,3%	-8,2%	-7,3%	-9,1%	-9,4%
MSCI Welt (in C)	1786	3,6%	-22,4%	-23,4%	-11,8%	-22,6%
MSCI Emerging Markets (in C)	837	7,2%	-21,9%	-24,0%	-17,8%	-23,3%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	169,62	168	-640	-181	396	-87
Bobl-Future	134,63	121	-51	70	184	100
Schatz-Future	112,06	2	-8	9	17	15
3 Monats Euribor	-0,37	2	5	3	-6	1
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,36	2	13	2	-19	0
3 Monats \$ Libor	1,23	4	-41	-73	-138	-68
Fed Funds Future, Dez 2020	0,05	-5	-95	-135	-174	-1
10-jährige US Treasuries	0,82	-31	-51	-109	-160	-110
10-jährige Bunds	-0,36	-20	15	-12	-34	-18
10-jährige Staatsanl. Japan	0,02	-8	12	4	10	4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,26	-6	59	27	16	21
US Treas 10Y Performance	710,50	2,8%	5,8%	11,6%	18,6%	11,7%
Bund 10Y Performance	665,75	1,2%	-2,3%	0,6%	2,8%	1,1%
REX Performance Index	493,96	0,1%	-0,9%	-0,1%	0,5%	0,1%
IBOXX AA, C	1,37	1	129	111	87	107
IBOXX BBB, C	2,54	5	188	167	103	163
ML US High Yield	10,72	4	465	469	394	468
Wandelanleihen Exane 25	6978	0,0%	-10,5%	-9,1%	-2,5%	-8,8%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	374,45	0,2%	-6,3%	-6,1%	-12,0%	-6,8%
MG Base Metal Index	239,01	-1,0%	-13,7%	-20,5%	-23,8%	-20,3%
Rohöl Brent	27,08	0,6%	-51,4%	-59,8%	-59,7%	-59,2%
Gold	1626,56	10,3%	-1,7%	8,5%	23,1%	7,0%
Silber	14,36	18,1%	-21,2%	-19,1%	-7,8%	-19,9%
Aluminium	1503,25	-6,5%	-10,7%	-16,0%	-18,9%	-15,6%
Kupfer	4846,15	0,5%	-14,4%	-21,7%	-23,5%	-21,2%
Eisenerz	88,77	-1,3%	2,4%	-3,2%	3,4%	-3,0%
Frachtraten Baltic Dry Index	582	-7,6%	14,6%	-46,6%	-15,5%	-46,6%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0994	1,8%	1,4%	-0,8%	-2,9%	-2,1%
EUR/ GBP	0,9099	-0,9%	9,0%	6,4%	6,1%	7,4%
EUR/ JPY	120,40	1,5%	0,4%	-0,7%	-3,4%	-1,3%
EUR/ CHF	1,0629	0,9%	0,2%	-2,3%	-5,4%	-2,1%
USD/ CNY	7,0709	-0,5%	0,8%	1,1%	5,3%	1,5%
USD/ JPY	111,21	0,4%	0,9%	1,7%	1,1%	2,4%
USD/ GBP	0,8279	-3,5%	7,8%	7,3%	9,3%	9,7%

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.