



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

2. April 2020

Zurück zur Normalität: Dieser Weg wird kein leichter sein...

Liebe Kundinnen und Kunden, sehr geehrte Damen und Herren,

in den letzten Tagen haben sich die Kapitalmärkte ein wenig beruhigt. Gleichzeitig beginnen in einigen Ländern die extremen staatlichen Eingriffe zu wirken, was sich in rückläufigen Wachstumsraten von Corona-Neuinfektionen äußert. Seit Beginn der Krise haben wir Sie täglich mit neuen Einschätzungen und Berechnungen zu diesem aktuellen Thema versorgt. Da die Situation zwar unverändert dramatisch, die Entwicklung aber nicht mehr hochdynamisch ist, haben wir uns dazu entschlossen, ab jetzt zunächst wieder auf einen wöchentlichen Turnus einzuschwenken, was die Erstellung unseres Researchs betrifft. Bei einer erneuten Zuspitzung der Situation werden wir aber selbstverständlich wieder ad-hoc berichten.

Heute möchten wir einen Ausblick auf die nächsten Monate wagen. Inzwischen zeichnet sich ab, dass die meisten großen westlichen Volkswirtschaften Ende April oder Anfang Mai versuchen werden, graduell zur wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Normalität zurückzukehren. Das bedeutet aber nicht, dass ab diesem Zeitpunkt die Verhältnisse wieder denen von Januar oder Februar gleichen werden. Nach wie vor hat sich ein Großteil der Weltbevölkerung nicht mit dem Virus angesteckt und keine Immunität erlangt. Eine zweite Welle von Infektionen ist damit vorprogrammiert, wenn nicht massive Vorkehrungen getroffen werden.

Es gilt nun herauszufinden, welche Maßnahmen in welchem Land einen wichtigen Beitrag zur Reduktion der

Ansteckungen leisten, ohne übergroße volkswirtschaftliche Kosten zu verursachen. Anhand von Simulationen zeigen wir auf, dass dieser Weg zwar gangbar, aber kein leichter sein wird – um ein bekanntes Lied zu zitieren. Die Last trifft Einzelpersonen, Staaten und Unternehmen gleichermaßen.

Wenn man als Volkswirt substantielle Aussagen zu dieser Krise machen möchte, kommt man nicht daran vorbei, sich auch mit epidemiologischen Sachverhalten auseinanderzusetzen. Schließlich ist diese Krise einzig und allein von einer Infektionskrankheit getrieben, und ein Verständnis des Verlaufes einer solchen Pandemie ist unabdingbar, um in volkswirtschaftlichen Szenarien rechnen zu können. Schon an dieser Stelle beginnt es allerdings spannend zu werden, da die gesamte wissenschaftliche Welt mit ihrem Erkenntnisstand erst am Anfang eines langen Prozesses steht und sämtliche Aussagen mit großen Fehlerbandbreiten versehen sind.

Das führt dann nicht selten dazu, dass die Sinnhaftigkeit solcher Überlegungen generell in Frage gestellt und die Vermutung geäußert wird, dass die Weltgemeinschaft in dieser Krise komplett „überdreht“. Diese Überlegungen gipfeln oft in dem Argument, dass die Corona-Pandemie nicht deutlich schlimmer als eine heftige Grippewelle sei und ohnehin hauptsächlich Menschen sterben, die sonst auch etwas später gestorben wären. Wir teilen diese Meinung *ausdrücklich nicht*.

Für das bessere Verständnis der Einzigartigkeit dieser Krise muss man sich darüber klar werden, dass bei einer Grippewelle zwar auch häufig ältere Menschen sterben,

allerdings oftmals mit wenigen Symptomen und nicht selten im Schlaf. Bei COVID-19 handelt es sich dagegen um eine Krankheit mit zuweilen heftigsten Erststadiumsymptomen, die intensivmedizinisch behandelt werden müssen (und auch in Grenzen behandelt werden können, wie die vergleichsweise guten Erfolge in deutschen Kliniken zeigen). Dies wiederum führt bei der sehr hohen Infektiosität des Virus zu einer extremen Überbelastung des Gesundheitssystems. Das führt in Folge zu sehr vielen Toten bei Krankheiten, die in einem kollabierenden Gesundheitssystem ebenfalls nicht mehr adäquat behandelt werden können.

Nicht zu handeln ist für Regierungen in dieser Situation gar keine Option. Gefragt ist allerdings eine intelligente Vorgehensweise, um die Kosten beherrschbar zu halten, denn einen monatelangen „Winterschlaf“ hält keine Volkswirtschaft aus. Trotzdem war es zunächst vollkommen richtig, sich international für einen Shutdown zu entscheiden. Warum das so ist, zeigt eine Simulation, die ein Szenario für Deutschland beschreibt, in dem der Staat nicht eingegriffen hätte. Dazu haben wir folgende Annahmen als medizinische Rahmendaten unterstellt.¹

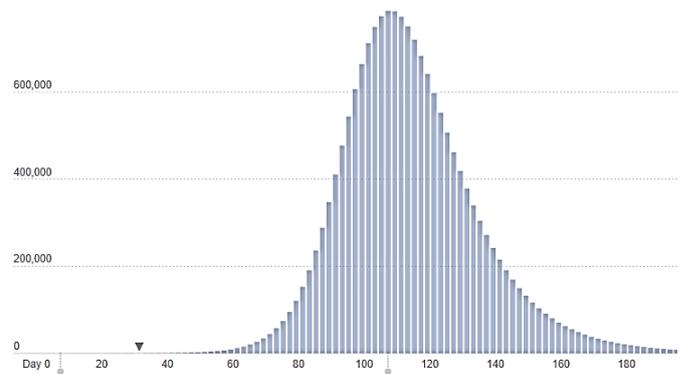
Medizinische Rahmendaten COVID-19

Basisreproduktionszahl	2,4
Dauer, bis 2,4 Personen (Basisreproduktionszahl) angesteckt werden	5,2 Tage
Dauer Krankenhausaufenthalt	16 Tage
Prozentsatz der im Krankenhaus intensivmedizinisch betreuten Infizierten	3%
Zeitraum, in dem Patienten infektiös sind	2,9 Tage
Zeit von Ansteckung zum Tod	21,3 Tage
Dauer Krankenhausaufenthalt milde Verläufe	11,1 Tage
Zeit bis zur Einlieferung in das Krankenhaus nach Diagnose	5 Tage

¹ Wir nutzen hier primär Daten aus Studien, die auf der Seite des zitierten Pandemiesimulators aufgeführt sind. Dabei wurden aber auch neuere Erkenntnisse berücksichtigt, die darauf schließen lassen, dass die Dunkelziffer der nicht erkannten Fälle u.U. deutlich höher ist als bisher vermutet. Das würde die Wahrscheinlichkeit eines Krankenhausaufenthaltes senken, was wir dementsprechend auch in der Modellierung berücksichtigt haben. Das führt zu einer konservativeren Schätzung der kritischen Verläufe verglichen mit bisherigen Standardmodellen. Wir gehen auch davon aus, dass die Sterblichkeit u.U. etwas unterhalb der oft zitierten 0,8% liegen könnte, solange das Gesundheitssystem voll funktionsfähig ist.

Nutzt man nun diese Rahmendaten, um anhand eines frei verfügbaren Pandemiesimulators für Deutschland eine Berechnung darüber anzustellen, wie viele Personen im Zeitablauf in ein Krankenhaus eingeliefert und intensivmedizinisch versorgt werden müssen, ergibt sich ein erschreckendes Bild.² Deutschland verfügt derzeit in etwa über 35.000 Betten mit intensivmedizinischer Betreuung und ist hier weltweit im Vergleich zur Bevölkerungsgröße mehr oder weniger führend. Trotzdem würde das System nach kurzer Zeit kollabieren, da sehr schnell hunderttausende (!) Betten benötigt würden. Völlig zu Recht verwies die Bundeskanzlerin darauf, dass die Lage ernst sei und jeder sie auch ernst nehmen müsse.

Szenario 1: Zahl der intensivmedizinisch zu betreuenden Infizierten in dem Basisszenario ohne Eingriffe



Angesichts dieses Szenarios war es richtig, dass die Bundesländer und der Bund ab Mitte März zu einem sukzessiven Shutdown übergegangen sind. Geht man davon aus, dass dieser Shutdown zu einer erheblichen Reduktion der Basisreproduktionszahl auf etwa 0,7 führt³, ergibt sich eine in der Spitze benötigte Anzahl von Intensivbetten, die bei 8500 liegt – ein machbarer Wert für Deutschland.

Diese Betrachtung hat allerdings einen nicht unerheblichen Haken. So wird in dieser Simulation unterstellt, dass der aktuelle Ausnahmezustand insgesamt 150 Tage anhält. Erst dann sinkt die Zahl der Intensivplätze auf eine Zahl nahe null. Das ist selbstredend ausgeschlossen. Auch wenn US-Präsident Trump in der aktuellen Krise komplett überfordert wirkt, so hat es natürlich Recht wenn er sagt, dass die Lösung nicht schlimmer als

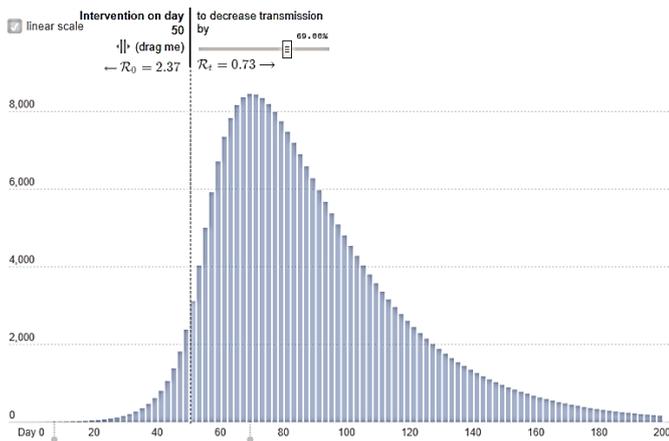
² Wir verwenden hier den Simulator von Gabriel Goh: <http://gabgoh.github.io/COVID/index.html>

³ Hier wird unterstellt, dass eine infizierte Person im Durchschnitt noch 0,7 weitere Personen ansteckt. Bei Werten unter eins bricht eine Pandemie automatisch zusammen.

Konjunktur und Strategie

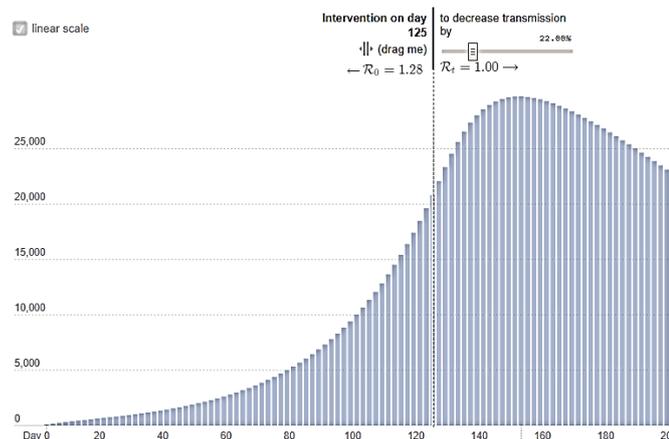
das Problem werden darf. Ein Shutdown von fünf Monaten würde keine Volkswirtschaft der Welt aushalten – der Schaden wäre so immens, dass tatsächlich auch mit vielen Toten aufgrund der kollabierenden Wirtschaftssysteme zu rechnen wäre.

Szenario 2: Zahl der intensivmedizinisch zu betreuenden Infizierten bei dauerhaftem Shutdown nach Tag 50



Die Kunst muss also darin bestehen, zur Normalität zurückzukehren, ohne die Kennziffer der Ansteckungsintensität – die Basisreproduktionszahl – in die Höhe schnellen zu lassen. Das gleicht in gewisser Weise einer Operation am offenen Herzen. Denn kein Mensch weiß, welche Aufhebung welcher Regel welchen Effekt auf den Anstieg der Basisreproduktionszahl hat. Wir wollen aber in den folgenden Simulationen berechnen, welche Pfade grundsätzlich möglich wären, ohne einen Zusammenbruch des deutschen Gesundheitssystems zu riskieren. Die gute Nachricht vorweg: Es gibt diese Pfade, aber sie gehen mit Kosten und Einschränkungen für ein weiteres Jahr einher.

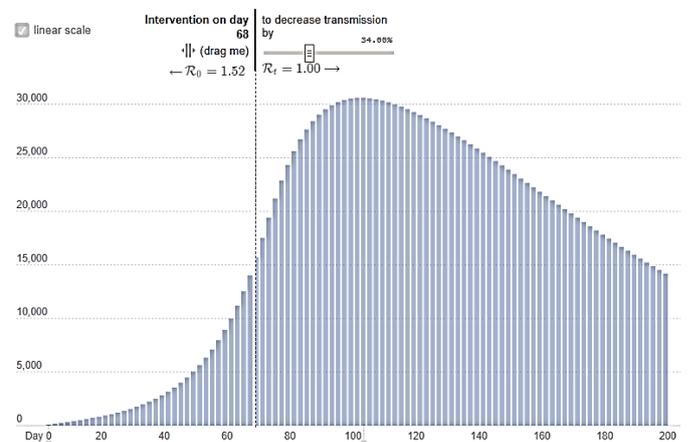
Szenario 3: Ausprobieren, dann „Einfangen“ ab Tag 125 (gezählt ab dem Ende des ersten Shutdowns)



Nimmt man beispielsweise an, dass im Laufe des Jahres Kapazitäten bereitgestellt werden, mit denen – unabhängig von den für andere Patienten benötigten Intensivbetten - in der Spitze 30.000 COVID-19-Patienten intensivmedizinisch versorgen könnten, bestände die Möglichkeit, die Basisreproduktionszahl für 125 Tage auf ca. 1,3 ansteigen zu lassen, bevor man dann ggf. noch einmal nachsteuert und mit etwas verschärften Maßnahmen den Wert auf 1,0 drückt.

Das klingt einfach, ist es aber nicht. Denn welche Maßnahmen müssen getroffen werden, um den Wert von 1,3 zu erreichen? Um ehrlich zu sein: Man wird es herausfinden müssen. Sollten die Maßnahmen im Rahmen einer Normalisierung ab Mai zu „lasch“ ausfallen und die Basisreproduktionszahl wieder auf ca. 1,5 steigen, müsste der Staat sogar schon nach 68 Tagen erneut härtere Maßnahmen ergreifen (Szenario 4). Das spricht im Übrigen dafür, nicht zu schnell viele Einschränkungen aufzuheben, sondern sukzessive vorzugehen und jeweils den resultierenden Effekt abzuschätzen. Denn nichts wäre für die Wirtschaft schlimmer als ein erneuter harter Shutdown im Sommer oder Herbst.

Szenario 4: Ausprobieren mit etwas mehr „Mut“ zum Fehler, dann erneutes „Einfangen“ ab Tag 68



Mit folgenden Bereichen staatlicher Eingriffe kann der Staat „arbeiten“, um die Ansteckungsrate auf das gewünschte Niveau zu bringen:

- Zulassung von Massenveranstaltungen
- Maskenpflicht in der Öffentlichkeit
- Schulschließungen
- Verwendung von Smartphone-Apps
- Abstandsregeln
- Zugelassene Personenzahl bei Treffen
- Reisebeschränkungen

- Massive Testprogramme
- Datenerfassung repräsentativer Kontrollgruppen
- Stringente Abschottung von Risikogruppen
- Desinfektion öffentlicher Orte

Einige Bereiche und Maßnahmen liefern einen hohen Beitrag zur Senkung der Ansteckungsgefahr, andere einen kleinen Beitrag. Es gilt nun herauszufinden, welche Maßnahmen ein besonders attraktives Nutzen-Kosten-Verhältnis aufweisen. Vermutlich wäre es beispielsweise sinnvoll, Schulen wieder zu öffnen, rigide Abstandsregeln aber gelten zu lassen und große Veranstaltungen nach wie vor zu verbieten. Zudem scheinen Corona-Apps ein hohes Potenzial zu haben, Kontaktpersonen von Infizierten schnell aufzuspüren und zu isolieren.

Generell wandelt der Staat hier aber auf einem schmalen Grad, und das auch noch im Nebel der Unwissenheit. Dabei ist Deutschland noch in einer vergleichsweise komfortablen Situation. Das Staatswesen in Deutschland ist trotz aller Kritik hochfunktional, so dass solche Entscheidungen auch dezentral mit hoher Qualität und Geschwindigkeit getroffen werden können. Deutschland verfügt zudem über erhebliche Kapazitäten und Fähigkeiten in der intensivmedizinischen Betreuung – davon können andere Länder nur träumen. Das gilt nicht nur für die (steigende) Anzahl verfügbarer Beatmungsgeräte, sondern auch für das dazu notwendige hochqualifi-

zierte Personal. Das deutsche Gesundheitssystem lässt hier also eine höhere Fehlertoleranz in der Einschätzung staatlicher Maßnahmen zu als dies beispielsweise in den USA der Fall ist.

Auf der anderen Seite sind Länder mit eher dysfunktionalem Staatswesen und schlecht ausgestatteten Gesundheitssystemen besonders gefährdet. Wir werden daher in den kommenden Monaten insbesondere auf der Südhalbkugel viele dramatische Zuspitzungen dieser Krise erleben. Schon jetzt entwickelt sich beispielsweise die Türkei zu einem neuen Krisenherd; Indien läuft ebenfalls Gefahr, zu einem Epizentrum der Pandemie zu werden. Selbst eine deutlich bessere demographische Situation wird diese Länder nicht vor massivsten Problemen bewahren.

Wie man es auch dreht und wendet: Der Spuk, den wir gerade erleben, ist nicht in vier oder acht Wochen vorbei, dagegen sprechen alle Erkenntnisse und die mathematische Logik. Der Weg zurück in die Normalität birgt Risiken – nach wie vor kann sehr viel schief laufen. Durch die in den kommenden Quartalen entstehenden Kosten der „Pandemiekontrolle“ entstehen Lasten, die aktuell nur schwer einzuschätzen sind. Die heute erneut alle Befürchtungen übertreffende dramatisch gestiegene Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung in den USA liefert nur einen zarten ersten Vorgeschmack auf das, was noch kommt.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	02.04.2020 16:37	26.03.2020 -1 Woche	28.02.2020 -1 Monat	01.01.2020 -3 Monate	01.04.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	21445	-4,9%	-15,6%	-24,9%	-18,3%	-24,9%
S&P 500	2492	-5,2%	-15,6%	-22,9%	-13,1%	-22,9%
Nasdaq	7405	-5,0%	-13,6%	-17,5%	-5,4%	-17,5%
DAX	9643	-3,6%	-18,9%	-27,2%	-17,5%	-27,2%
MDAX	20554	-4,1%	-19,0%	-27,4%	-18,0%	-27,4%
TecDAX	2560	-1,2%	-10,1%	-15,1%	-5,7%	-15,1%
EuroStoxx 50	2675	-6,1%	-19,6%	-28,6%	-21,0%	-28,6%
Stoxx 50	2673	-1,9%	-12,7%	-21,5%	-15,1%	-21,5%
SMI (Swiss Market Index)	9227	0,2%	-6,1%	-13,1%	-3,3%	-13,1%
FTSE 100	5453	-6,2%	-17,1%	-27,7%	-25,5%	-27,7%
Nikkei 225	17819	-4,5%	-15,7%	-24,7%	-17,2%	-24,7%
Brasilien BOVESPA	72137	-7,2%	-30,8%	-37,6%	-24,9%	-37,6%
Russland RTS	1023	0,6%	-21,3%	-34,0%	-15,8%	-34,0%
Indien BSE 30	28265	-5,6%	-26,2%	-31,6%	-27,3%	-31,5%
China Shanghai Composite	2781	0,6%	-3,5%	-8,8%	-12,3%	-8,8%
MSCI Welt (in €)	1781	-4,2%	-16,1%	-22,1%	-13,8%	-22,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	827	-2,0%	-17,0%	-23,4%	-20,2%	-23,4%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	172,57	150	-489	208	690	208
Bobl-Future	134,86	22	-80	123	188	123
Schatz-Future	112,09	5	-23	18	11	18
3 Monats Euribor	-0,34	1	8	4	-3	4
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,41	-2	11	-4	-21	0
3 Monats \$ Libor	1,44	6	-3	-47	-116	-47
Fed Funds Future, Dez 2020	0,07	1	-59	-133	-190	-1
10-jährige US Treasuries	0,60	-20	-55	-131	-189	-131
10-jährige Bunds	-0,43	-7	18	-25	-41	-25
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,01	-1	15	1	7	1
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,34	-8	53	13	0	13
US Treas 10Y Performance	731,11	2,4%	6,8%	15,0%	23,1%	15,0%
Bund 10Y Performance	677,84	1,0%	-1,5%	3,0%	4,7%	3,0%
REX Performance Index	495,84	0,4%	-1,0%	0,5%	0,7%	0,5%
IBOXX AA, €	1,14	-15	101	84	65	84
IBOXX BBB, €	2,40	-5	161	149	95	149
ML US High Yield	9,60	-29	312	356	290	356
Wandelanleihen Exane 25	6977	0,0%	-8,5%	-8,9%	-3,4%	-8,9%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	364,86	-2,6%	-7,7%	-9,1%	-14,5%	-9,1%
MG Base Metal Index	240,26	-0,4%	-11,7%	-19,9%	-25,3%	-19,9%
Rohöl Brent	26,39	-0,6%	-47,8%	-60,2%	-61,7%	-60,2%
Gold	1608,87	-1,3%	1,4%	5,8%	24,5%	5,8%
Silber	14,02	-3,1%	-16,5%	-21,8%	-7,5%	-21,8%
Aluminium	1464,85	-2,6%	-12,6%	-17,8%	-21,9%	-17,8%
Kupfer	4785,25	-0,1%	-14,8%	-22,2%	-26,0%	-22,2%
Eisenerz	80,34	-9,3%	-7,1%	-12,2%	-8,2%	-12,2%
Frachtraten Baltic Dry Index	624	9,7%	16,6%	-42,8%	-8,9%	-42,8%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,0886	-0,9%	-0,8%	-3,1%	-3,1%	-3,1%
EUR/ GBP	0,8777	-3,4%	2,1%	3,6%	2,8%	3,6%
EUR/ JPY	117,16	-2,5%	-1,8%	-3,9%	-6,0%	-3,9%
EUR/ CHF	1,0564	-0,7%	-0,5%	-2,7%	-5,5%	-2,7%
USD/ CNY	7,0926	0,2%	1,4%	1,8%	5,7%	1,8%
USD/ JPY	107,17	-2,2%	-0,8%	-1,4%	-3,8%	-1,3%
USD/ GBP	0,8066	-2,1%	3,0%	6,9%	6,0%	6,9%

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.