



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

9. April 2020

### Mit dem Schlimmsten rechnen, auf das Beste hoffen

In den vergangenen Tagen waren viele Einschätzungen und Prognosen über den zu erwartenden Verlauf der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland zu hören und zu lesen. Wir selbst hatten für unsere Kunden am Dienstag ein Webinar mit Professor Gabriel Felbermayr, dem Präsidenten des Instituts für Weltwirtschaft an der Universität Kiel, organisiert, um nähere Einblicke in die Überlegungen der Wirtschaftsforscher zu erlangen. Gestern hat dann die Projektgruppe Gemeinschaftsdiagnose, zu der das ifo Institut in München, das Leibniz Institut für Wirtschaftsforschung in Halle, das Institut für Weltwirtschaft in Kiel, das Deutsche Institut für Wirtschaftsforschung in Berlin und das RWI Leibniz Institut für Wirtschaftsforschung in Essen gehören, seine Prognose für das deutsche Wirtschaftswachstum in diesem und im nächsten Jahr vorgestellt<sup>1</sup>.

Die Wirtschaftsforscher kommen zu dem Ergebnis, dass die deutsche Wirtschaft in diesem Jahr eine schwere Rezession erleben und das reale Bruttoinlandsprodukt um 4,2 Prozent gegenüber dem Vorjahr sinken wird. Das zeitweise Einfrieren von Teilen der Wirtschaft sowie die massive Stimmungverschlechterung vor allem bei den Unternehmen, zum Teil aber auch bei den privaten Haushalten dürfte vor allem im zweiten Quartal zu einer beispiellosen Schrumpfung der wirtschaftlichen Aktivität in Deutschland führen. Vor allem der Außenhandel, die Ausrüstungsinvestitionen und der private Verbrauch könnten Rückgänge im prozentual zweistelligen Bereich erleben. Allerdings, so die Annahme,

kann ein Großteil der Ausfälle schnell wieder aufgeholt werden. Schon für das dritte Quartal wird unterstellt, dass sich das Wirtschaftsleben wieder normalisiert. Dabei wird davon ausgegangen, dass die staatlich verordneten Shutdown-Maßnahmen ab Mitte April nach und nach aufgehoben werden, ein (deutlicher) Wiederanstieg der Neuinfektionen verhindert wird und die fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen für Unternehmen und Privathaushalte eine Insolvenzwelle sowie einen stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit verhindern. Gelingt all dies, könnte die wirtschaftliche Aktivität schon im nächsten Jahr um 5,8 Prozent zulegen, und die wirtschaftlichen Beeinträchtigungen der Pandemie würden in ein bis zwei Jahren überwunden sein.

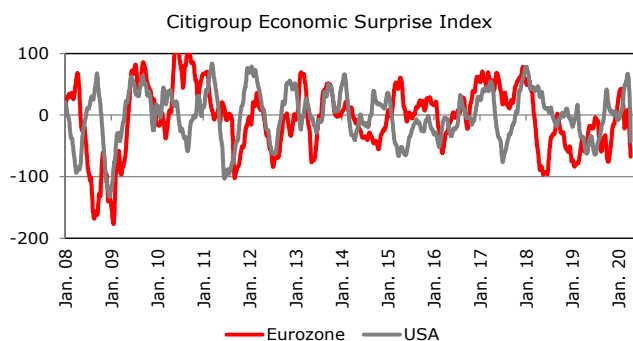
Käme es tatsächlich so, wie von der Gemeinschaftsdiagnose prognostiziert, könnte man eigentlich relativ froh sein, denn dann würde die deutsche Wirtschaft die Corona-Krise mit einem blauen Auge überstehen. Allerdings muss jedem bewusst sein, dass alle Prognosen im Moment mit erheblichen Unsicherheiten verbunden sind. Von daher sollte man im Moment statt von „Prognose“ eher von „Szenario“ sprechen. Denn es gibt keinen Präzedenzfall für das, was wir im Moment erleben. Dabei suchen Ökonomen für ihre Prognosen meistens nach ähnlichen Verhaltensmustern aus der Vergangenheit. Genau aus diesem Grund sind wir mit unserem eigenen Konjunkturszenario auch skeptischer als die deutschen Wirtschaftsforscher. Wir können uns nämlich noch gut an die Finanz- und Wirtschaftskrise in den Jahren 2008 und 2009 erinnern. Damals haben fast alle Volkswirte den wirtschaftlichen Einbruch, der auf die

<sup>1</sup> <http://gemeinschaftsdiagnose.de/2020/04/08/wirtschaft-unter-schock-finanzpolitik-haelt-dagegen/>

Pleite der US-Investmentbank Lehman Brothers und den Zusammenbruch des US-amerikanischen Immobilienmarktes folgte, unterschätzt. Der erste, der Ende 2008 vor einer schweren Rezession in Deutschland mit einem BIP-Rückgang von vier und etwas später fünf Prozent warnte, war der damalige Chefvolkswirt der Deutschen Bank, Professor Norbert Walter. Und obwohl er leider recht behielt, machte er sich mit seiner Einschätzung wenig Freunde. Schwarzmalerei und die unnötige Verbreitung von Pessimismus gehörten noch zu den freundlicheren Kritiken an seiner Prognose. Unsere eigene Einschätzung, mit der wir damals schon deutlich vorsichtiger waren als das Gros der Ökonomen, belief sich auf Minus 2,5 Prozent BIP-Veränderung. Tatsächlich schrumpfte die deutsche Wirtschaft dann sogar um 5,6 Prozent.

Wir können uns sehr gut vorstellen, dass auch diesmal die Stärke des Abschwungs und die Tiefe der zu erwartenden Rezession unterschätzt werden. Die meisten Menschen können sich extreme Veränderungen und Abweichungen von historisch geprägten Erfahrungen nicht vorstellen. Erst nach und nach, wenn man feststellt, dass die eigenen Einschätzungen nicht mit der Realität übereinstimmen, korrigiert man seine Erwartungen und lernt aus seinen Fehlern. Dies lässt sich auch anhand der zuletzt veröffentlichten Konjunkturdaten erkennen. So haben die Volkswirte für die US-Erstanträge auf Arbeitslosenhilfe vor 14 Tagen einen Anstieg von 281.000 auf rund eine Million prognostiziert. Tatsächlich meldeten sich jedoch 3,3 Millionen Amerikaner arbeitslos. In der vergangenen Woche wurde ein weiterer Anstieg auf 3,5 Millionen Arbeitslose erwartet, tatsächlich lag die Zahl dann aber bei fast 6,9 Millionen. Für diesen Donnerstag wurden weitere fünf Millionen neue Erstanträge erwartet, die heute gemeldete Zahl betrug jedoch 6,6 Millionen.

Die Abweichungen zwischen den erwarteten und den tatsächlichen Datenreihen misst der so genannte Economic Surprise Index. Wie der folgende Chart zeigt, gibt es derzeit sowohl in der Eurozone als auch in den USA erhebliche negative Abweichungen. Das Ausmaß ist bislang nicht auffällig, aber wir gehen davon aus, dass es in nächster Zeit einen deutlichen Anstieg bei den negativen Überraschungen geben wird. Vermutlich werden wir die bisherigen Rekordwerte aus den Zeiten der Finanzkrise Ende 2008/Anfang 2009 bald erreichen und vielleicht auch überschreiten.



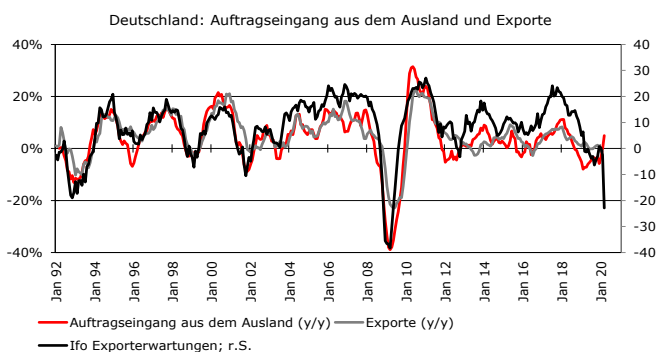
Aus diesem Grund und aufgrund unserer Erfahrungen mit früheren Krisen ist unser eigenes Konjunkturszenario negativer als das der Wirtschaftsforschungsinstitute. So sehr wir uns alle eine baldige Rückkehr zur wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Normalität wünschen und eine daraus abzuleitende schnelle, „v“-förmige Konjunkturerholung erhoffen, gehen wir davon aus, dass dieser Prozess langsamer verlaufen wird und es auch zu Rückschlägen im Verlauf der nächsten Wochen und Monate kommen wird. Zwar ist es theoretisch denkbar, dass es sofort nach Beendigung des Shutdowns zu einer schnellen und starken wirtschaftlichen Erholung kommt, weil es sich um keine „normale“, sondern um eine staatlich verordnete Rezession handelt. Da die meisten Privathaushalte keine Einkommenseinbußen verzeichnen, steigt in der Krise ihre Ersparnis an, sodass sich die zwischenzeitlich aufgestaute Nachfrage sofort beim Hochfahren der Wirtschaft in einem positiven Konjunkturschub entladen kann.

Allerdings wird sich Deutschland noch mindestens bis zum 19. April und damit insgesamt einen Monat lang im Shutdown-Modus befinden, und auch danach wird die Wirtschaft nicht gleich wieder auf 100 Prozent Auslastung hochgefahren. Zudem dürfte die Krise zu einer zumindest temporären Verhaltensänderung von Privathaushalten und Unternehmen führen. Ausgefallene Restaurant- und Kinobesuche werden kaum nachgeholt, ähnliches gilt für abgesagte Reisen. Nicht unterschätzen darf man zudem, dass die Infektionswellen global asynchron verlaufen. Das Virus hatte seinen Ursprung in China, wurde dann zunächst u.a. nach Europa eingeschleppt und hat erst mit weiterer zeitlicher Verzögerung die USA erreicht. Somit werden die globalen Lieferketten zeitversetzt beeinträchtigt. Und während zwar die Zahl der täglichen Neuerkrankungen in der westlichen Welt mittlerweile stabil ist, sieht es in vielen Schwellenländern anders aus: So berichteten zuletzt

große Länder wie Indien, Russland, die Türkei und Brasilien über hohe Zuwachsraten.

In unserem Konjunkturszenario für Deutschland halten wir von daher einen „u“-förmigen Konjunkturverlauf für wahrscheinlicher. Nach einem noch relativ moderaten wirtschaftlichen Rückgang von 2,5 Prozent im ersten Quartal gegenüber dem vierten Quartal 2019 haben wir in Q2 ein erneutes Minus von 8,5 Prozent gegenüber dem Vorquartal modelliert. In Q3 und Q4 dieses Jahres gehen wir dann von einer Erholung und einem Quartalswachstum von zwei bzw. von drei Prozent aus. Mit diesem Wachstumsverlauf würde sich für das Gesamtjahr ein Rückgang der Wirtschaftsaktivität von 7,1 Prozent ergeben. Wir erwarten also einen stärkeren konjunkturellen Einbruch als es während der Finanz- und Wirtschaftskrise der Fall war. Nächstes Jahr geht dieser „statistische Irrsinn“ dann wohl weiter mit einem von uns veranschlagten Zuwachs des realen BIPs in Höhe von 5,6 Prozent. Das absolute Niveau der wirtschaftlichen Leistung läge aber selbst im vierten Quartal 2021 immer noch unter dem Vorkrisenniveau.

Vor allem bei den Exporten und den Ausrüstungsinvestitionen erwarten wir einen heftigen Einbruch. Für die Ausfuhren gehen wir von einem Minus von rund 16 Prozent aus (Institute: -10,9 Prozent), bei den Ausrüstungsinvestitionen rechnen wir mit einem Rückgang von 15 Prozent (Institute: -8,9 Prozent). Damit ähnelt unser Wachstumsprofil dem der Finanzkrise von 2008/2009, nur dass wir für 2020 unterstellen, dass die Exporte eine größere Bürde zu tragen haben als die Investitionen, die von den staatlichen Hilfsmaßnahmen zumindest einigermaßen gut abgeschirmt werden.



Was bedeutet dieses Szenario für den DAX? Der Index hat sich von seinen bisherigen Tiefständen um gut 25 Prozent erholt. Geholfen haben zum einen die massiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen, zum anderen aber auch die rückläufigen Wachstumsraten bei den

Neuinfektionen, die in Europa und in den USA zu beobachten sind. Die Erfahrungen mit früheren Gesundheitskrisen, wie SARS, MERS oder der Schweinegrippe H1N1 zeigen, dass sich die Aktienmärkte auch damals wieder erholt haben, sobald die Zahl der Neuerkrankten sinkt. Kann man deswegen grünes Licht für den Aktienmarkt geben? Wir bleiben im Moment noch vorsichtig, da die bisherigen Erfolge bei der Eindämmung des Virus teuer erkaufte worden sind. Derart umfassende und die Wirtschaft einschränkende Maßnahmen hat es in früheren Zeiten nicht gegeben, und erst die nächsten Wochen werden zeigen, was passiert, wenn sich das wirtschaftliche und das gesellschaftliche Leben wieder normalisieren. Zudem befürchten wir, dass – wie oben dargestellt – sowohl die Ökonomen als auch die Marktteilnehmer mehrheitlich die wirtschaftlichen Kosten dieser Pandemie unterschätzen. Dass im Moment fast alle Unternehmen ihre Prognosen für 2020 einstampfen, wundert uns nicht. Dass dies die Aktienmärkte derzeit aber nicht zu interessieren scheint, dagegen schon.

Zudem ist der DAX aus unserer Sicht in Hinblick auf die enormen wirtschaftlichen Unsicherheiten zu hoch bewertet. Obwohl die Unternehmensanalysten ihre Gewinnerwartungen für das Jahr 2020 deutlich nach unten revidiert haben (seit Mitte Februar um 20 Prozent), wird auf Gesamtjahressicht dennoch nur mit einem leichten Minus bei den Erträgen von zehn Prozent gerechnet. Ob diese Prognoseanpassungen ausreichen, ist fraglich, schließlich sind die DAX-Gewinne schon in den vergangenen beiden Jahren, in denen es keine Rezession gab, um sechs bzw. um drei Prozent gesunken. 1993, 2001 und 2008 waren dagegen Gewinneinbrüche von 60 und 40 Prozent zu beobachten. Es ist von daher wahrscheinlich, dass die negativen Revisionen noch einen weiten Weg vor sich haben.

Ist die Annahme richtig, dass die Gewinne für 2020 zu hoch angesetzt sind, gilt wohl Selbiges für die des Jahres 2021. Da diese bislang weit weniger stark von den Analysten angepasst wurden (-10 Prozent seit Mitte Februar), hat sich die für 2021 erwartete Wachstumsrate mittlerweile auf 26 Prozent verdoppelt. Aber selbst auf Basis dieser sehr optimistischen Gewinnerwartungen für die Jahre 2020 und 2021 ist das DAX-KGV zuletzt wieder auf einen Wert von 13 angestiegen. Mit anderen Worten: Der DAX ist derzeit fast genauso teuer wie vor dem Ausbruch des Coronavirus, obwohl die Welt seitdem eine andere ist.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	09.04.2020 18:39	02.04.2020 -1 Woche	06.03.2020 -1 Monat	08.01.2020 -3 Monate	08.04.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	23902	11,6%	-7,6%	-16,8%	-9,3%	-16,2%
S&P 500	2810	11,2%	-5,5%	-13,6%	-3,0%	-13,0%
Nasdaq	8185	9,3%	-4,6%	-10,3%	2,9%	-8,8%
DAX	10565	10,4%	-8,5%	-20,7%	-11,7%	-20,3%
MDAX	22100	7,9%	-10,7%	-22,1%	-13,1%	-21,9%
TecDAX	2790	8,8%	-1,2%	-8,4%	0,8%	-7,5%
EuroStoxx 50	2893	7,6%	-10,5%	-23,3%	-15,9%	-22,8%
Stoxx 50	2794	4,0%	-7,3%	-18,4%	-11,9%	-17,9%
SMI (Swiss Market Index)	9453	2,0%	-2,9%	-11,3%	-1,0%	-11,0%
FTSE 100	5843	6,6%	-9,6%	-22,9%	-21,6%	-22,5%
Nikkei 225	19346	8,6%	-6,8%	-16,6%	-11,1%	-18,2%
Brasilien BOVESPA	79509	10,0%	-18,9%	-31,6%	-18,3%	-31,2%
Russland RTS	1155	11,7%	-8,1%	-27,3%	-6,8%	-25,4%
Indien BSE 30	31160	10,2%	-17,1%	-23,7%	-19,5%	-24,5%
China Shanghai Composite	2826	1,6%	-6,9%	-7,9%	-12,9%	-7,4%
MSCI Welt (in €)	1940	7,4%	-6,3%	-16,6%	-7,2%	-15,4%
MSCI Emerging Markets (in €)	874	4,0%	-10,4%	-20,0%	-17,4%	-19,4%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	170,46	-146	-898	-132	510	-3
Bobl-Future	134,68	-20	-166	61	179	105
Schatz-Future	112,06	-3	-44	9	14	16
3 Monats Euribor	-0,25	8	22	14	6	13
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,36	4	20	4	-16	0
3 Monats \$ Libor	1,31	-6	42	-52	-127	-60
Fed Funds Future, Dez 2020	0,06	-1	-14	-131	-194	-1
10-jährige US Treasuries	0,72	10	1	-116	-180	-120
10-jährige Bunds	-0,34	10	39	-8	-34	-15
10-jährige Staatsanl. Japan	0,03	3	16	4	9	4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,30	4	61	26	-2	17
US Treas 10Y Performance	721,42	-1,2%	1,3%	13,0%	21,6%	13,4%
Bund 10Y Performance	667,31	-1,2%	-4,1%	0,7%	3,3%	1,4%
REX Performance Index	493,88	-0,4%	-2,0%	-0,2%	0,5%	0,1%
IBOXX AA, €	1,07	-8	96	82	57	77
IBOXX BBB, €	2,39	-5	156	152	95	148
ML US High Yield	9,42	-24	277	343	279	338
Wandelanleihen Exane 25	7043	0,0%	-7,3%	-8,5%	-3,0%	-8,0%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	362,66	0,0%	-9,0%	-9,7%	-14,7%	-9,7%
MG Base Metal Index	244,96	1,7%	-11,0%	-18,3%	-22,9%	-18,3%
Rohöl Brent	34,19	14,5%	-25,0%	-48,7%	-51,8%	-48,4%
Gold	1685,09	4,9%	1,0%	7,4%	29,7%	10,8%
Silber	14,96	3,9%	-12,8%	-17,7%	-1,8%	-16,5%
Aluminium	1425,85	-2,2%	-14,3%	-19,4%	-22,7%	-20,0%
Kupfer	4978,20	2,0%	-10,9%	-19,1%	-22,9%	-19,0%
Eisenerz	82,87	1,4%	-7,1%	-12,4%	-11,5%	-9,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	607	-2,7%	-1,6%	-21,5%	-15,0%	-44,3%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,0926	0,2%	-3,6%	-1,7%	-2,8%	-2,7%
EUR/ GBP	0,8778	0,0%	1,2%	3,4%	1,7%	3,6%
EUR/ JPY	118,44	1,2%	-0,5%	-2,0%	-5,5%	-2,9%
EUR/ CHF	1,0563	0,1%	-0,2%	-2,1%	-6,1%	-2,7%
USD/ CNY	7,0428	-0,6%	1,6%	1,4%	4,8%	1,1%
USD/ JPY	108,83	0,8%	3,3%	-0,3%	-2,4%	0,2%
USD/ GBP	0,8035	-0,5%	4,7%	5,2%	4,8%	6,4%

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.