



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

28. Mai 2020

Alles halb so schlimm?

Die bisher vorliegenden Konjunkturdaten lassen nur schemenhaft erkennen, wie stark die Wirtschaft in diesem Jahr einbrechen wird. Aber fast alle Ökonomen gehen davon aus, dass wir die schwerste Rezession seit der Großen Depression der 1930er Jahre erleben werden. Dennoch kann man für das zu erwartende Wirtschaftswachstum in diesem Moment nur grobe Schätzungen abgeben, weil nicht klar ist, wie tief der Abschwung ausfällt, wie schnell sich die Konjunktur wieder erholen wird oder ob es vielleicht eine zweite Infektionswelle geben wird, die eine erneute Schließung der Wirtschaft nach sich ziehen könnte. Bildlich gesprochen geht es uns wie einem Turmspringer, der nicht genau weiß, ob er auf dem 3- oder dem 10-Meter-Brett steht. Doch dieses Wissen ist entscheidend, um einschätzen zu können, wie tief man in das Wasser eintauchen muss und wann man wieder an die Oberfläche kommen wird.

Die deutsche Wirtschaft verzeichnete im ersten Quartal dieses Jahres einen Rückgang der realen Wirtschaftstätigkeit von 2,2 Prozent gegenüber dem Vorquartal, einen stärkeren Einbruch gab es in den vergangenen 60 Jahren nur in drei Fällen (2009, 1987 und 1963). Da es im ersten Quartal aber nur in gut zwei Wochen zu einem Lockdown der Wirtschaft kam, gehen Volkswirte für das zweite Quartal von einem wesentlich schwereren Konjunkturreinbruch aus. Wir halten es für wahrscheinlich, dass das reale BIP um etwa 10 Prozent gegenüber dem Vorquartal zurückgehen wird, da die Wirtschaft im April und Mai zu großen Teilen still stand.

Doch was folgt danach? Um das mögliche Profil des weiteren wirtschaftlichen Verlaufs zu beschreiben, greifen Ökonomen gerne auf den Vergleich mit bestimmten Buchstaben zurück, nämlich das „u“, „v“, „w“ oder „l“. Das „u“ entspricht der Erwartung eines starken Absturzes, dem eine Phase der Stabilisierung auf niedrigem Niveau folgt, ehe es danach zu einer wirtschaftlichen Normalisierung kommt. Beim „v“ verläuft der wirtschaftliche Aufholprozess wesentlich schneller, da es nach dem steilen Abschwung sofort zu einer ebenso steilen Erholung kommt. Beim „w“ setzt zwar ebenfalls eine sehr schnelle Erholung ein, diese wird aber durch einen nochmaligen Rückschlag unterbrochen. Erst im zweiten Anlauf erholt sich die Wirtschaft wieder auf das Vorkrisenniveau. Das „l“ stellt das aus ökonomischer Sicht negativste Szenario dar, da sich die Wirtschaft von dem Einbruch gar nicht mehr erholt.

Welches Szenario ist aus unserer Sicht am wahrscheinlichsten? Zwei der beschriebenen Verlaufsformen schließen wir aus heutiger Sicht aus: sowohl das „l“ als auch das „u“ sind aus unserer Sicht unrealistisch. Denn nach zwei Quartalen mit gravierenden wirtschaftlichen Rückgängen dürfte es zunächst zum berühmten „Gummibandeffekt“ kommen. Sobald die ersten wirtschaftlichen Lockerungsmaßnahmen beschlossen werden, kommt es zu einer ersten schnellen und spürbaren konjunkturellen Erholung. Das soziale Verhalten der meisten Menschen wird sich unseres Erachtens nach nicht so schnell geändert haben, dass man die Phase der wirtschaftlichen und sozialen Isolation freiwillig fortsetzen wird. Zu Beginn der Lockerungen werden viele Men-

schen zwar noch vorsichtig bleiben, doch je länger die Einschränkungen anhalten, umso stärker wird das Bedürfnis, wieder sein gewohntes Leben führen zu wollen. Ob dies möglich sein wird, hängt allerdings entscheidend davon ab, ob es eine zweite Infektionswelle geben wird. Solange die Wachstumsrate der Neuinfektionen sinkt, so wie es in den meisten Industrieändern derzeit zu beobachten ist, werden viele von uns zu ihren alten Gewohnheiten zurückkehren. Dies spricht dafür, dass der zu erwartende Konjunkturverlauf durchaus einem „v“ ähneln könnte, aus unserer Sicht allerdings mit einer großen Einschränkung. So wird der Aufstiegschenkel des „v“ wohl kürzer sein als es beim Abstieg der Fall war. Käme es, wie einige Virologen vermuten, im Herbst zu einer zweiten Infektionswelle, würde aus dem kleinen „v“ ein „w“ werden, andernfalls dürfte sich der Anstiegswinkel des „v“ wohl schon ab dem vierten Quartal 2020 oder zu Beginn des Jahres 2021 abflachen.

Insofern halten wir eine schnelle Rückkehr zur Normalität für unwahrscheinlich. Der Weg zurück zum Ausgangsniveau der Wirtschaftsleistung vor dem Ausbruch des Coronavirus dürfte lang sein und wohl nicht vor 2022 erreicht werden. Dies liegt daran, dass der wirtschaftliche Schaden, den Covid-19 angerichtet hat, einige anhaltende Spuren hinterlassen wird. So werden trotz der nie dagewesenen, gigantischen geld- und fiskalpolitischen Unterstützung, einige Unternehmen diese Krise nicht überleben, sodass die Arbeitslosigkeit nicht nur temporär ansteigt. Die hohen Kredite, die viele Unternehmen aufnehmen mussten, um liquide zu bleiben, werden die zukünftigen Investitionsbudgets dauerhaft belasten. Die Folge wird ein geringeres Produktivitätswachstum sein, das sich negativ auf das zukünftige Potenzialwachstum auswirkt, auch wenn sich der Effekt im Moment noch nicht quantifizieren lässt.

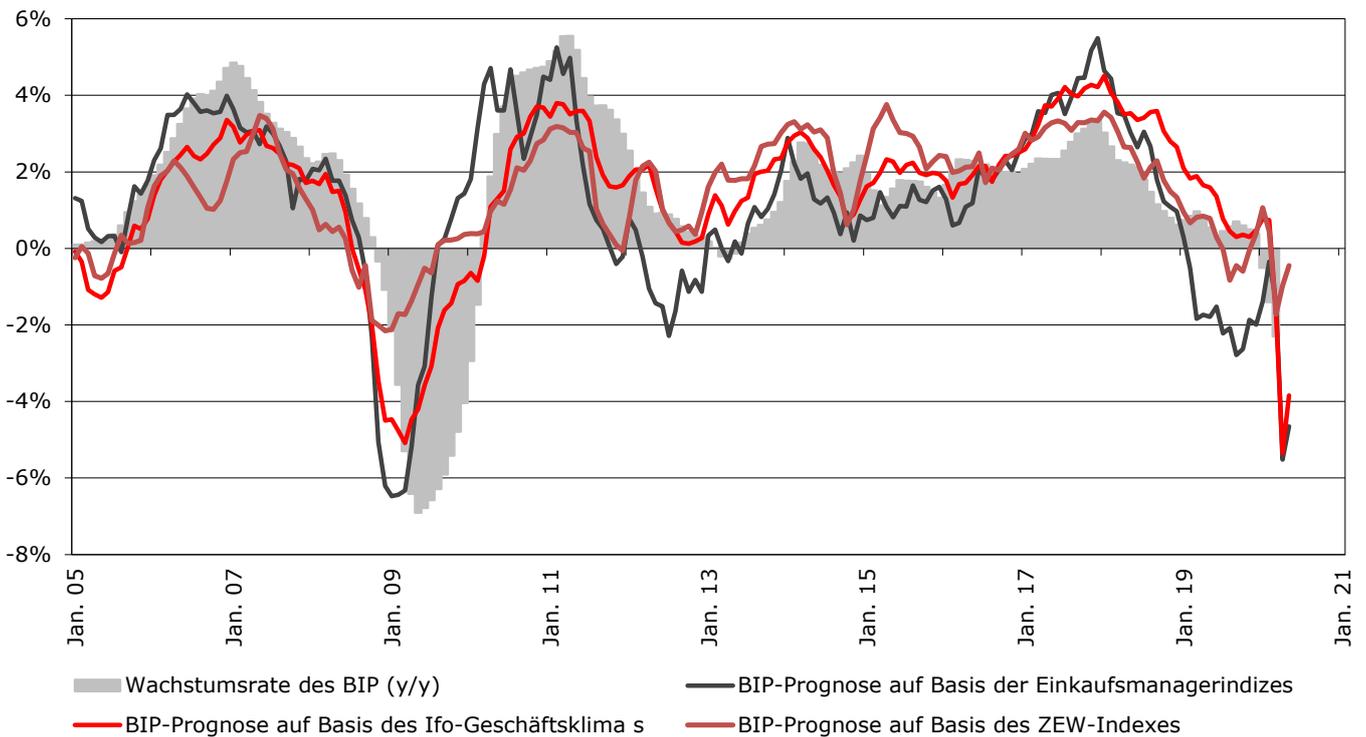
Erfreulicherweise scheint der konjunkturelle Tiefpunkt vorerst durchschritten zu sein. Zwar gibt es von unseren traditionell im Fokus der ökonomischen Analyse stehenden Indikatoren (der Industrieproduktion, den Auftragseingängen oder den Einzelhandelsumsätzen) noch keine Hinweise, wie sie sich nach dem im März zu beobachtenden Absturz entwickeln, doch kann man sich mit Hilfe der Frühindikatoren vom Ifo-Institut, dem Zentrum für Wirtschaftsforschung (ZEW) und den Einkaufsmanagerindizes von IHS Markit ein Bild der aktuellen Lage machen.

Alle drei Frühindikatoren haben sich im Mai erholt. Beim Ifo- und beim ZEW-Index war dies darauf zurückzuführen, dass sich die Erwartungskomponenten verbessert haben, während die aktuelle Lage nochmals negativer beurteilt wurde. Die Verbesserung bei den Erwartungen ist ein wichtiges Indiz dafür, dass die Wirtschaft ihren Tiefpunkt erreicht hat und es von nun an wieder bergauf geht. Dass sich die Erwartungen in dem Moment verbessern, in dem die aktuelle Lage so negativ bewertet wird, wie es im Moment der Fall ist, stellt keine Überraschung dar. Doch wie übersetzt man die qualitative Aussage „es wird besser“ in eine quantitative Aussage (um wie viel wird es besser)?

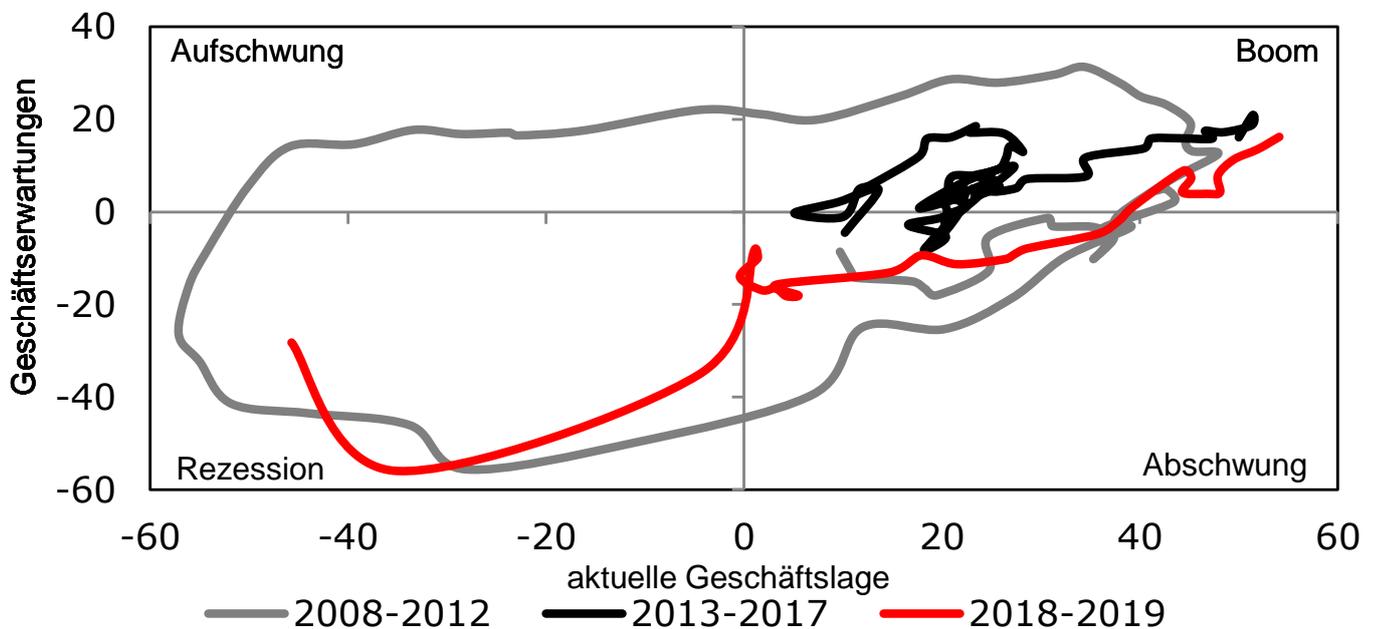
Um diese Frage zu beantworten haben wir Regressionsgleichungen geschätzt, in der sowohl das Ifo-Geschäftsklima und als auch der Mittelwert von ZEW-Konjunkturerwartungen und aktueller Lageeinschätzung als erklärende Variablen für das BIP-Wachstum verwendet werden. In einem dritten Modell haben wir das BIP-Wachstum mit den beiden Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor erklärt. Als Ergebnis zeigt sich, dass alle drei Frühindikatoren den konjunkturellen Einbruch im ersten Quartal unterschätzt haben. Die Frühindikatoren für den Monat Mai deuten für das zweite Quartal zudem nur auf eine etwas stärkere Abwärtsdynamik der wirtschaftlichen Entwicklung hin, und das auch nur beim Ifo-Index und bei den Einkaufsmanagerindizes.

Die Erholung des ZEW-Index suggeriert dagegen sogar ein positives BIP-Wachstum! Dies zeigt, dass die Finanzmarktakteure ein ganz anderes, nämlich ein viel positiveres Konjunkturbild haben als die meisten Ökonomen und erklärt, warum sich aus Sicht der meisten Ökonomen die Börse von der wirtschaftlichen Realität abgekoppelt hat. Da allerdings auch die Unternehmen ihre eigene Situation nicht so negativ beurteilen wie es die meisten Wirtschaftsforscher tun, könnte die Börsenentwicklung vielleicht auf einem solideren Fundament stehen als man glauben mag. Dies gilt aber nur für den Fall, dass die Unternehmen ihre Situation nicht zu positiv beurteilen. Da niemand Erfahrungen mit dem Lockdown und der anschließenden Öffnung ganzer Volkswirtschaften hat, wird sich erst in den nächsten Monaten zeigen, wer am Ende recht behält.

Deutschland: BIP-Wachstum und BIP-Prognose auf Basis von Frühindikatoren



Deutschland: Ifo-Konjunkturuhr für das verarbeitende Gewerbe (ohne Nahrungs- und Genussmittel)



Überblick über Marktdaten

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum				
	28.05.2020 18:10	21.05.2020 -1 Woche	27.04.2020 -1 Monat	27.02.2020 -3 Monate	27.05.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
Dow Jones	25685	4,9%	6,4%	-0,3%	0,4%	-10,0%
S&P 500	3054	3,6%	6,1%	2,5%	8,1%	-5,5%
Nasdaq	9465	1,9%	8,4%	10,5%	23,9%	5,5%
Value Line Arithmetic	5873	7,2%	13,4%	0,2%	-2,1%	-11,8%
DAX	11781	6,5%	10,5%	-4,7%	-2,4%	-11,1%
MDAX	25634	5,0%	13,5%	-2,1%	1,6%	-9,5%
TecDAX	3173	3,4%	8,2%	7,8%	10,8%	5,2%
EuroStoxx 50	3094	6,5%	7,4%	-10,5%	-8,0%	-17,4%
Stoxx 50	2936	3,1%	3,1%	-7,8%	-5,7%	-13,7%
SMI (Swiss Market Index)	9926	1,4%	1,7%	-2,7%	2,2%	-6,5%
FTSE 100	6219	3,4%	6,4%	-8,5%	-14,6%	-17,5%
Nikkei 225	21916	6,6%	10,8%	-0,1%	3,5%	-7,4%
Brasilien BOVESPA	87684	5,6%	12,1%	-14,9%	-7,6%	-24,2%
Russland RTS	1242	2,9%	14,6%	-10,4%	-3,6%	-19,8%
Indien BSE 30	32201	4,1%	1,4%	-19,0%	-18,9%	-21,9%
China Shanghai Composite	2846	-0,8%	1,1%	-4,9%	-1,6%	-6,7%
MSCI Welt (in €)	2137	2,4%	3,6%	-2,8%	3,1%	-8,1%
MSCI Emerging Markets (in €)	927	-0,9%	1,5%	-10,9%	-5,2%	-15,6%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	172,07	-108	-38	-451	443	158
Bobl-Future	134,97	-44	-12	-43	128	134
Schatz-Future	112,01	-11	-10	-22	-5	11
3 Monats Euribor	-0,28	0	-6	15	3	10
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,39	2	-1	11	-8	0
3 Monats \$ Libor	0,36	0	-48	-122	-216	-155
Fed Funds Future, Dez 2020	0,03	0	-3	-84	-171	-1
10-jährige US Treasuries	0,70	4	5	-60	-163	-122
10-jährige Bunds	-0,42	8	3	14	-27	-23
10-jährige Staatsanl. Japan	0,01	1	5	12	8	3
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,45	6	-1	40	-1	3
US Treas 10Y Performance	725,82	0,0%	-0,2%	7,4%	19,9%	14,1%
Bund 10Y Performance	674,16	-0,8%	-0,3%	-1,4%	3,0%	2,4%
REX Performance Index	495,16	-0,2%	-0,2%	-0,8%	0,2%	0,4%
IBOXX AA, €	0,52	-5	-12	42	7	22
IBOXX BBB, €	1,68	-10	-16	95	30	77
ML US High Yield	7,41	-31	-119	109	68	137
Wandelanleihen Exane 25	7394	0,0%	1,6%	-4,1%	1,9%	-3,4%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	364,00	-1,1%	4,7%	-8,0%	-12,2%	-9,4%
MG Base Metal Index	256,78	-1,2%	1,9%	-6,2%	-12,5%	-14,4%
Rohöl Brent	35,13	-3,0%	73,9%	-32,3%	-48,2%	-47,0%
Gold	1722,40	-0,1%	0,5%	4,5%	34,0%	13,3%
Silber	17,13	0,2%	13,6%	-4,0%	17,5%	-4,4%
Aluminium	1500,50	0,4%	2,1%	-10,2%	-15,3%	-15,8%
Kupfer	5226,75	-2,6%	1,1%	-6,6%	-11,9%	-15,0%
Eisenerz	91,81	0,7%	9,3%	6,0%	-6,4%	0,3%
Frachtraten Baltic Dry Index	502	1,6%	-24,1%	-5,1%	-52,9%	-53,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1072	0,7%	2,0%	1,0%	-1,1%	-1,4%
EUR/ GBP	0,8978	0,2%	2,8%	5,2%	1,7%	6,0%
EUR/ JPY	119,17	0,6%	2,5%	-1,1%	-2,8%	-2,3%
EUR/ CHF	1,0676	0,5%	1,1%	0,5%	-5,2%	-1,6%
USD/ CNY	7,1447	0,4%	0,8%	1,9%	3,6%	2,6%
USD/ JPY	107,72	0,1%	0,5%	-1,7%	-1,6%	-0,8%
USD/ GBP	0,8112	-0,9%	0,7%	4,4%	2,9%	7,5%

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

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.