



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

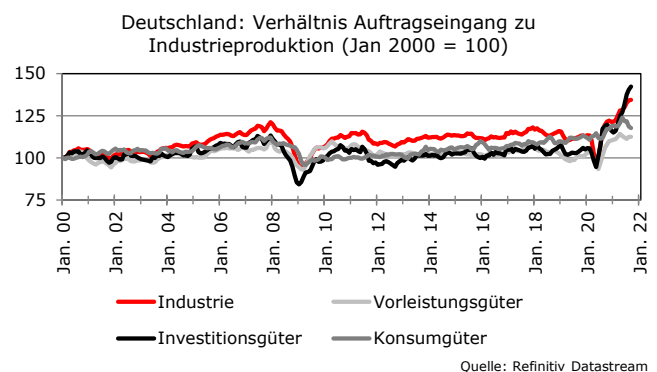
19. November 2021

Deutschland in Abstiegsgefahr

Hansi Flick hat als Bundestrainer geschafft, was keinem seiner Vorgänger gelang: die ersten sieben Spiele, in denen er die Verantwortung für die deutsche Nationalmannschaft trägt, zu gewinnen. Dass die makellose Weste gegen eher zweit- oder drittklassige Teams zustande kam – sei's drum, am Ende zählt das Ergebnis. Als Titelaspirant gilt Deutschland als Tabellenzwölfter der aktuellen FIFA-Weltrangliste dennoch nicht, zumindest noch nicht. Bezogen auf die Rangliste der wichtigsten und größten Wirtschaftsnationen, liegt Deutschland seit vielen Jahren stabil auf Platz vier, hinter den USA, China und Japan. In der Eurozone gibt Deutschland bezogen auf die wirtschaftliche Dominanz klar den Ton an: Am realen Bruttoinlandsprodukt der 19 Euro-Länder haben wir einen Anteil von fast 30 Prozent. Wirtschaftlich und politisch geht somit kein Weg an uns vorbei. Oder?

Bei genauem Hinschauen erkennt man allerdings einige Kratzer am schönen Lack. Während die deutsche Wirtschaft im Pandemie-Jahr 2020 besser als viele andere durch die wirtschaftliche Krise gekommen ist, hat sich 2021 Ernüchterung eingestellt. Dabei herrschte zu Beginn des Jahres noch viel Optimismus: Rund vier Prozent Wachstum schienen möglich, und die vollständige Aufholung des durch die Corona-Krise verursachten Konjunkturreinbruchs im dritten oder spätestens im vierten Quartal wurde für wahrscheinlich erachtet. Deutschland sollte 2021 erneut zur Konjunkturlokomotive des Euroraums werden. Aber es kam anders. Der zweite Corona-Lockdown, der von Dezember 2020 bis ins Frühjahr 2021 zu neuen wirtschaftlichen Beschränkungen führte, traf Deutschland mit voller Wucht und stärker als andere Länder. Während das reale BIP in Deutschland im

ersten Quartal 2021 um 1,9 Prozent gegenüber dem Vorquartal zurückging, kam es in der gesamten Eurozone nur zu einem kleinen Minus von 0,3%. Und auch bei den durch Auf- und Nachholeffekte geprägten Folgequartalen schnitt die deutsche Wirtschaft schlechter ab als der Durchschnitt der Eurozone (Q2: 1,9 vs. 2,1 Prozent, Q3: 1,8 vs. 2,2 Prozent). Statt Wachstumsmotor ist Deutschland Wachstumshemmschuh der Eurozone.

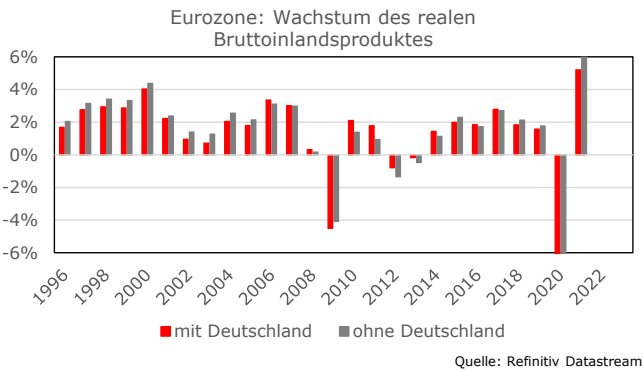


Warum tut sich die deutsche Wirtschaft schwerer als andere damit, sich von der Wirtschaftskrise des letzten Jahres zu erholen? Die Antwort scheint auf der Hand zu liegen: Lieferkettenprobleme und fehlende Vorleistungsgüter machen Deutschland mit seiner starken industriellen Basis überdurchschnittlich stark zu schaffen. Sobald diese Probleme in den Hintergrund treten, so die gängige Erwartung, wird die deutsche Wirtschaft an ihre alten Tugenden und Stärken anknüpfen. Schließlich ist der Auftragsbestand, über den deutsche Unternehmen verfügen, so hoch wie niemals zuvor. Platzt der Knoten bei den Lieferketten, sollte ein starker Nachholeffekt bei der Industrieproduktion einsetzen. Dies ist der Grund dafür, dass wir Deutschland im nächsten Jahr mit gut vier Prozent

Konjunktur und Strategie

ein etwas stärkeres Wachstum zutrauen als dem Durchschnitt der Eurozone oder auch den USA.

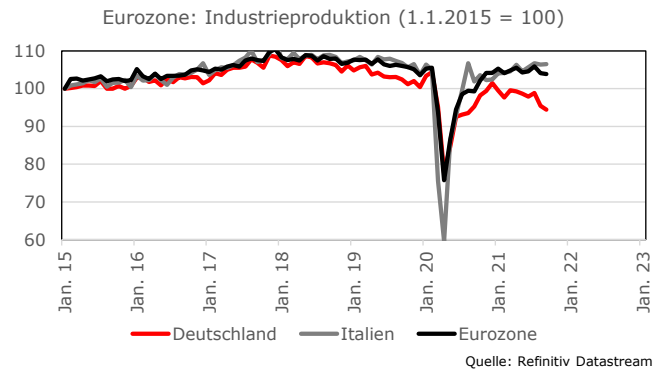
Also Ende gut, alles gut? Leider nein. Denn wenn man sich die Entwicklung der wichtigsten makroökonomischen Indikatoren über einen längeren Zeitraum anschaut, kommt man zu dem Ergebnis, dass sich die deutsche Wirtschaft schon seit einiger Zeit auf einem eher absteigenden Ast befindet. So haben wir uns einmal angeschaut, wie sich in den vergangenen Jahren die reale Wirtschaftsleistung in den Ländern der Eurozone mit und ohne Deutschland entwickelt hat. Unser Datensatz reicht bis in das Jahr 1996 zurück, und es zeigt sich, dass die Wirtschaft in den heutigen 18 Ländern der Eurozone ohne Berücksichtigung Deutschlands bis zum Jahr 2005 jedes Jahr stärker gewachsen ist als es unter Einbeziehung Deutschlands der Fall war. Dies ist wenig verwunderlich, da Deutschland nach seiner Wiedervereinigung ökonomisch gesehen zum „kranken Mann“ in der Eurozone bzw. in der EU wurde und regelmäßig die rote Laterne als Wachstumsschlusslicht trug. Erst die 2003 vom damaligen Bundeskanzler Gerhard Schröder verabschiedete „Agenda 2010“ läutete mit den beschlossenen Reformen des deutschen Sozialsystems und des Arbeitsmarktes eine Trendwende ein.



Im Zeitraum zwischen 2006 und 2014 wuchs die gesamte Eurozone einschließlich Deutschlands mit Ausnahme des Jahres 2009 wesentlich stärker als es der Fall gewesen wäre, wenn man die deutsche Wirtschaft aus der Eurozone ausklammern würde; dies gilt vor allem für die Jahre 2010 bis 2014. Doch ab 2015 kam Sand ins deutsche Getriebe. 2015, 2018 und 2019 wuchs die deutsche Wirtschaft nur noch unterdurchschnittlich im Vergleich zu unseren europäischen Nachbarn, 2016 und 2017 war kein wesentlicher Unterschied feststellbar. Im Pandemiejahr 2020 schlug sich Deutschland dann wieder wesentlich besser als der Rest der Eurozone, doch dieser Vorteil kehrt sich schon in diesem Jahr wieder um. Während das reale Bruttoinlandsprodukt der 19 Länder der Eurozone

2021 mit gut fünf Prozent wachsen wird, läge der Zuwachs der übrigen 18 Länder ohne Deutschland bei etwa sechs Prozent.

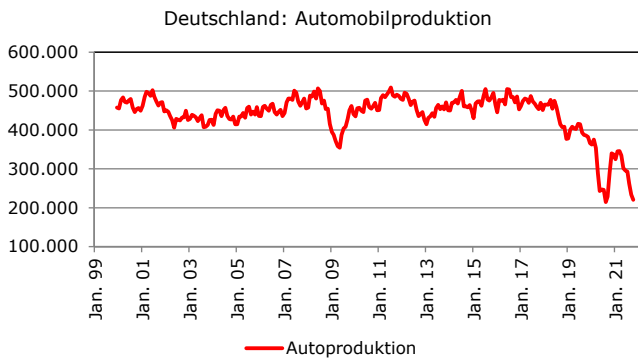
Aber woher rührt diese Schwäche? Nach unserer Analyse hat dies viel mit zwei eigentlichen Paradedisziplinen der deutschen Wirtschaft zu tun: der Industrieproduktion und den Exporten. Die deutsche Industrieproduktion liegt beispielsweise derzeit um gut fünf Prozent unter dem Niveau von Januar 2015. Betreibt man Ursachenforschung, landet man natürlich bei den Themen Lieferkettenunterbrechungen, Halbleitermangel und fehlende Vorleistungsgüter. Allerdings leidet das deutsche verarbeitende Gewerbe deutlich stärker unter diesen Problemen als Industrieunternehmen in anderen europäischen Ländern. So ist die Produktion in Irland heute gegenüber Januar 2015 um fast 60 Prozent angestiegen, in Belgien um mehr als 30 Prozent, in Finnland um fast 20 Prozent und auch in Italien um mehr als sechs Prozent. Ähnlich stellt sich die Situation bei Betrachtung der Exporte dar. Diese sind seit Januar 2015 in Deutschland immerhin um knapp 20 Prozent gewachsen, aber auch hier verzeichnen Länder wie Irland (+60 Prozent), die Niederlande (+40 Prozent), Spanien (+35 Prozent) oder Italien (+30 Prozent) deutlich stärkere Zuwächse.



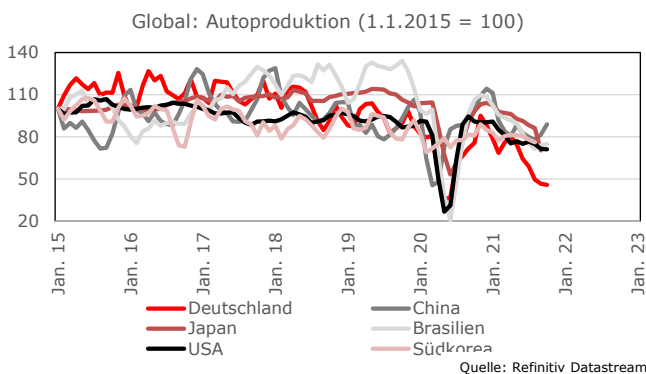
Sucht man eine Erklärung für die unterdurchschnittliche Entwicklung dieser Kennzahlen in Deutschland, so scheint dies vor allem etwas mit der Entwicklung der deutschen Autoindustrie zu tun zu haben. Seit dem Beginn der 2000er Jahre wurden fast immer zwischen 450.000 und 500.000 Pkws pro Monat produziert. 2019 ging die Produktion auf monatlich knapp 400.000 Fahrzeuge zurück, 2020 sank die Zahl auf 300.000 Fahrzeuge, und in den vergangenen Monaten wurden sogar nur noch etwa 250.000 PKWs hergestellt. Sobald sich die Situation bei den Halbleitern verbessert, dürfte sich die deutsche Autoproduktion deutlich erholen und damit der Industrieproduktion sowie der gesamtwirtschaftlichen Ent-

Konjunktur und Strategie

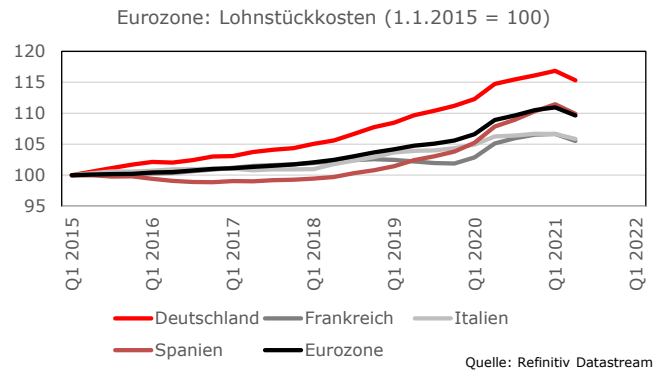
wicklung einen Schub geben. Darauf deutet der rekordhohe Auftragsbestand hin, der mittlerweile eine Reichweite von fünfeinhalb Monaten aufweist.



Dennoch ist zu befürchten, dass die deutsche Autoindustrie nicht nachhaltig zur alten Stärke zurückkehren wird. Nach unserem Eindruck haben die deutschen Autohersteller schon vor 2020 an Wettbewerbsfähigkeit eingebüßt, und auch die Corona-Krise wurde nicht wirklich gut gemanagt. So fiel der Einbruch der deutschen Autoproduktion verglichen mit der PKW-Herstellung in anderen Ländern sehr viel stärker aus. In Deutschland beträgt derzeit der Produktionsrückgang gegenüber Januar 2015 rund 60 Prozent, in Brasilien und Japan dagegen nur 30 Prozent, in den USA 25 Prozent und in Korea gut 20 Prozent. Und das, obwohl die deutschen Hersteller sehr stark von staatlicher Hilfe profitieren: Der Absatz von Elektro- und Hybridfahrzeugen wird mit Kaufprämien unterstützt, gleichzeitig sinken die Lohnkosten aufgrund des vom Staat finanzierten Kurzarbeitergeldes. Ohne diese Maßnahmen ginge es der deutschen Autoindustrie vermutlich wesentlich schlechter. Und ob die Transformation von Verbrenner- zu Elektroautos wirklich ein Erfolg wird, bleibt abzuwarten - nicht zuletzt auch deshalb, weil neue Anbieter in China und in den USA wie Pilze aus dem Boden schießen, was zu einem noch stärkeren Kampf um Marktanteile führen wird.



Die unterdurchschnittliche Entwicklung bei wichtigen volkswirtschaftlichen Kennzahlen beschränkt sich zudem nicht allein auf die Industrieproduktion und die Exporte. Auch bei den Einzelhandelsumsätzen oder der Beschäftigung haben sich die meisten anderen Länder der Eurozone seit 2015 besser geschlagen. Dies deutet darauf hin, dass wir mittlerweile ein ernsthaftes Wettbewerbsproblem haben. Dies zeigt sich vor allem daran, dass die Lohnstückkosten in Deutschland in den letzten Jahren deutlich gestiegen sind. Und Wirtschaftsreformen, die unsere internationale Wettbewerbsfähigkeit verbessern, gab es auch keine. Dies sollten die Ampel-Koalitionäre bei ihren sicherlich nicht einfachen Verhandlungen mit berücksichtigen - es geht schließlich um die Zukunft Deutschlands. Solange aber die Arbeitslosigkeit niedrig ist, dürfte der Reformdruck gering bleiben. Deutschland scheint auch hier den japanischen Weg einzuschlagen.



Für den deutschen Aktienmarkt müssen diese zugegeben trüben Erkenntnisse aber nicht automatisch etwas Negatives bedeuten. Wer noch die DAX-Entwicklung in den 1990er Jahren vor Augen hat, weiß, dass deutsche Aktien auch bei schwierigen heimischen Wirtschaftsbedingungen eine ausgezeichnete Entwicklung aufweisen können, da die meisten Unternehmen einen großen Anteil ihrer Umsätze und Gewinne im Ausland erzielen. Von daher sind wir optimistisch, dass der DAX im nächsten Jahr an seinen positiven Trend aus diesem Jahr anknüpfen und angesichts vermutlich zu niedriger Erwartungen für die Unternehmensgewinne Kurs Richtung 18.000 Punkte nehmen wird.

Marktdaten

	Stand 18.11.2021 17:26	Veränderung zum				
		28.10.2021 -1 Woche	01.10.2021 -1 Monat	03.08.2021 -3 Monate	03.11.2020 -12 Monate	31.12.2020 YTD
Aktienmärkte						
Dow Jones	35790	0,2%	4,3%	1,9%	30,2%	16,9%
S&P 500	4684	1,9%	7,5%	5,9%	39,0%	24,7%
Nasdaq	15904	2,9%	9,2%	7,7%	42,5%	23,4%
Russell 2000	2362	2,8%	5,4%	6,2%	46,3%	19,6%
DAX	16221	3,3%	7,0%	4,3%	34,2%	18,2%
MDAX	35931	2,6%	5,2%	1,8%	35,2%	16,7%
TecDAX	3963	3,3%	7,9%	6,5%	37,3%	23,3%
EuroStoxx 50	4382	3,5%	8,6%	6,4%	41,4%	23,4%
Stoxx 50	3781	2,9%	8,6%	5,6%	34,0%	21,6%
SMI (Swiss Market Index)	12547	3,2%	8,4%	3,2%	25,4%	17,2%
FTSE 100	7253	0,0%	3,2%	2,1%	25,3%	12,3%
Nikkei 225	29599	2,7%	2,9%	7,1%	27,1%	7,9%
Brasilien BOVESPA	102290	-3,2%	-9,4%	-17,2%	6,6%	-14,1%
Russland RTS	1762	-6,3%	-0,5%	7,6%	59,0%	27,0%
Indien BSE 30	59636	-0,6%	1,5%	10,8%	48,1%	24,9%
China CSI 300	4838	-0,5%	-0,6%	-2,0%	1,3%	-7,2%
MSCI Welt (in €)	3221	3,5%	8,9%	9,1%	40,2%	29,5%
MSCI Emerging Markets (in €)	1287	3,0%	5,5%	4,1%	18,4%	7,8%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	170,77	171	55	-620	-525	-687
Bobl-Future	135,23	96	14	-20	-58	5
Schatz-Future	112,40	34	17	3	-6	13
3 Monats Euribor	-0,57	1	0	0	-5	2
3M Euribor Future, Dez 2021	-0,56	-2	-2	-1	2	0
3 Monats \$ Libor	0,14	1	1	2	-9	-10
Fed Funds Future, Dez 2021	0,08	0	0	0	2	0
10-jährige US Treasuries	1,58	1	12	41	70	67
10-jährige Bunds	-0,28	-13	-6	25	34	30
10-jährige Staatsanl. Japan	0,08	1	3	7	4	6
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,14	-4	5	27	37	35
US Treas 10Y Performance	690,23	-0,1%	-0,9%	-3,0%	-3,7%	-3,6%
Bund 10Y Performance	661,82	0,2%	-0,5%	-3,1%	-3,9%	-3,3%
REX Performance Index	493,42	0,6%	0,3%	-1,0%	-1,5%	-1,2%
IBOXX AA, €	0,37	-2	5	27	30	35
IBOXX BBB, €	0,79	0	12	34	-1	24
ML US High Yield	4,83	11	15	15	-110	-14
Wandelanleihen Exane 25	8209	0,0%	0,3%	-1,4%	4,6%	-1,4%
Rohstoffmärkte						
S&P Commodity Spot Index	580,72	-1,4%	3,3%	9,5%	66,6%	41,8%
MG Base Metal Index	451,34	-0,5%	3,9%	2,5%	40,3%	27,3%
Rohöl Brent	80,79	-4,3%	1,9%	11,4%	103,1%	55,7%
Gold	1860,96	3,3%	6,0%	2,9%	-2,3%	-1,9%
Silber	23,26	-3,5%	3,1%	-8,7%	-3,9%	-11,8%
Aluminium	2638,30	-3,6%	-7,0%	2,2%	38,4%	33,7%
Kupfer	9648,50	-2,1%	5,6%	1,3%	41,7%	24,5%
Eisenerz	92,76	-23,9%	-19,9%	-48,8%	-20,4%	-40,5%
Frachtraten Baltic Dry Index	2430	-33,1%	-53,3%	-25,9%	92,4%	77,9%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1347	-2,1%	-2,2%	-4,5%	-3,0%	-7,5%
EUR/ GBP	0,8421	-0,5%	-1,7%	-1,3%	-6,2%	-5,9%
EUR/ JPY	129,68	-1,5%	0,6%	0,0%	5,8%	2,5%
EUR/ CHF	1,0511	-1,4%	-2,6%	-2,1%	-1,8%	-2,7%
USD/ CNY	6,3851	-0,1%	-1,0%	-1,3%	-4,4%	-2,2%
USD/ JPY	114,00	0,4%	2,6%	4,5%	9,1%	10,4%
USD/ GBP	0,7423	2,4%	0,5%	3,1%	-3,0%	1,5%

Quelle: Refinitiv Datastream

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

Mark Simon Landt
+49 40 3282-2401
mlandt@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 hierzu 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.