



FINANZMANUFAKTUR
BRAUN & PARTNER
Cleverere Anlagekonzepte für jedermann.



BLICKPUNKT

Deutschland - wieder der „kranke Mann Europas“?



8. OKTOBER 2019

VON REINER BRAUN



DEUTSCHLAND - WIEDER DER „KRANKE MANN EUROPAS“?

Die deutsche Wirtschaft steht kurz vor einer Rezession. Im Laufe des nächsten Jahres rechnen wir mit einer allmählichen Erholung, allerdings hängt dies von einem Nachlassen der Handelsspannungen ab.

Deutschland hat sich in den letzten 15 Jahren vom „kranken Mann Europas“ zum bedeutendsten Wachstumsmotor der Region entwickelt. Dieser Wandel vollzog sich, da Deutschland die Herausforderungen der Wiedervereinigung im vorhergehenden Jahrzehnt bewältigen konnte und die Wirtschaft in einer Weise reformierte, die seine Wettbewerbsfähigkeit deutlich verbesserte.

Die deutsche Outperformance in den vergangenen Jahren war bemerkenswert, insbesondere da andere Volkswirtschaften der Eurozone von der letzten Staatsschuldenkrise erfasst wurden. Jedoch wird dieser Trend durch die jüngsten Entwicklungen infrage gestellt. In einer zunehmend protektionistischen Welt, geplagt von eskalierenden Handelsspannungen, wird die deutsche Wirtschaft eindeutig in Mitleidenschaft gezogen.

Der bekannte Ifo-Geschäftsklimaindex des Landes verzeichnete einen starken Abwärtstrend, wobei die Erwartungskomponente – die eine hohe Korrelation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) aufweist – im September auf den niedrigsten Stand seit einem Jahrzehnt fiel. Der Rückgang des Ifo-Index ging mit einem Rückgang des Gesamt-Einkaufsmanagerindex (PMI) auf 48,5 Punkte einher, was auf ein deutliches Nachlassen der Aktivität hinweist. Zusammengefasst deuten die PMI- und Ifo-Umfragen gegen Ende des dritten Quartals auf ein negatives annualisiertes Quartalswachstum in der Größenordnung von -1,5% hin.

Mit einem leichten Rückgang des annualisierten BIP um -0,3% im zweiten Quartal, möglicherweise gefolgt von einem stärkeren Rückgang im Anschluss, scheint es mittlerweile sehr wahrscheinlich, dass Deutschland Mitte 2019 eine technische Rezession erleben wird.

Zudem wird immer wahrscheinlicher, dass die Rezession angesichts des starken Einbruchs der globalen Produktion und der daraus resultierenden jähen Verschlechterung der deutschen Industriedaten länger anhält. Mit Blick auf die Zukunft wirkt die deutsche Wirtschaft an mehreren Fronten herausgefordert:

Weltweite Handelskriege:



Da die Exporte rund die Hälfte der Wirtschaftsleistung ausmachen, wirken sich die globalen Handelsspannungen übermäßig stark auf Deutschland aus. Ein Abbau der Spannungen zwischen den USA und China dürfte die Aussichten verbessern, doch wir bei BRAUN&PARTNER rechnen nicht mit einer baldigen vollständigen Beilegung des Konflikts. Das bedeutet, eine Verbesserung ließe sich nur schrittweise erreichen.

Übergreifen auf den Dienstleistungsbereich: Obwohl der deutsche Dienstleistungssektor besser als das verarbeitende Gewerbe abgeschnitten hat, gibt es Anzeichen dafür, dass die industrielle Schwäche zunehmend auf den Rest der Wirtschaft übergreift (was durch den jüngsten Rückgang des PMI für deutsche Dienstleistungen um 3,4 Punkte auf 51,4 signalisiert wird). In diesem Zusammenhang könnte der Bankensektor, angesichts der bereits schwachen Ertragslage und der für einige Banken notwendigen Umstrukturierung ihrer Geschäftsmodelle, mit weiteren Herausforderungen konfrontiert sein.

Strukturelle Probleme: Möglicherweise wird der Verkauf von Kraftfahrzeugen künftig schwieriger, da die für den Klimawandel stärker sensibilisierten Generationen auf den Besitz von Autos verzichten oder sich für Elektrofahrzeuge entscheiden und in diesem Bereich derzeit andere Länder technologisch eine Vorreiterrolle einnehmen. Da die westlichen Volkswirtschaften außerdem weniger kapitalintensiv werden und zunehmend technologieabhängig sind, wird möglicherweise auch die Nachfrage nach Industriemaschinen gedämpft. In Europa mangelte es in den letzten Jahren an Börsengängen.

Die europäischen Nachbarn werden keine große Hilfe sein: Die deutschen Nachbarländer stellen kaum bedeutende Wachstumsmotoren dar, da Italien in Bezug auf sein strukturelles Wachstum einen erheblichen Gegenwind spürt, Frankreich die seit der Entstehung der Eurozone erlittenen Wettbewerbsverluste ausgleichen muss und sich die Konjunktur in Spanien zwar verbessert, die Volkswirtschaft jedoch nicht bedeutend genug ist, um der Region Auftrieb zu verleihen. Vor diesem Hintergrund sank der zusammengesetzte PMI für die Eurozone im September um 1,8 Punkte auf 50,1, was dem stagnierenden BIP entspricht.

Ausblick

In unserem Basisszenario für Deutschland gehen wir für das kommende Jahr, angesichts der möglicherweise 2020 nachlassenden Handelsspannungen und da die geldpolitischen Impulse gewisse Wirkung zeigen sollten, von einer allmählichen Verbesserung aus. Doch der Wiederaufschwung wird wohl nur langsam kommen.

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat gerade ein neues Lockerungsprogramm aufgelegt. Die Daten legen allerdings nahe, dass der Umfang angesichts des zunehmenden Abwärtsrisikos und eines anhaltenden Rückgangs der Inflationserwartungen eventuell erweitert werden muss.

Die Geldpolitik scheint in Anbetracht negativer Zinssätze und bereits seit einiger Zeit durchgeführter Anleihenkäufe fast am Ende zu sein. Die angeschlagene deutsche Wirtschaft könnte durchaus fiskalpolitische Impulse vertragen, zumal das Land sich dies leisten kann (bei einem Haushaltsüberschuss von rund 1,5% des BIP). Mit ihren jüngsten



Äußerungen haben deutsche Amtsträger dieser Möglichkeit indessen einen Dämpfer verpasst, was unsere Erwartung bestätigt, dass ein fiskalpolitischer Paradigmenwechsel in Deutschland nicht so bald erfolgen dürfte.

Deutschland könnte vom Ausgang der Brexit-Entwicklungen betroffen sein, da Großbritannien ein wichtiger Handelspartner ist. Die jüngsten Probleme der Türkei und ihre schwache Währung haben ebenfalls erhebliche Auswirkungen. Die aus beiden Situationen resultierende Unsicherheit hält möglicherweise länger an, als wir es uns wünschen.

Anlageimplikationen

Die signifikante Schwäche der deutschen Wirtschaft und der Volkswirtschaften der Eurozone sowie der Weltwirtschaft insgesamt haben die europäische Duration gestützt. Ausgehend von der Tatsache, dass die EZB nur begrenzten Spielraum zu einer weiteren Senkung der Leitzinsen hat, tendieren wir in unseren Portfolios zur Untergewichtung am kurzen Ende der Renditekurve deutscher Bundesanleihen. Das längere Ende der Kurve sollte hingegen unterstützt bleiben, da sich geldpolitische Anreize als unzureichend und weitgehend unwirksam bei der Anhebung der gedämpften Inflationserwartungen erweisen dürften. Tatsächlich zeigt Abbildung 2, dass die 5J5J-Inflation-Breakeven-Werte (Breakeven-Werte für die erwartete 5-Jahres-Inflation in fünf Jahren) der Eurozone bei etwa 1,2% liegen, was einem historischen Tief nahekommt.

In den Peripherieländern deuten unterdessen das Engagement der EZB und die positiven Entwicklungen in der italienischen und der europaweiten Politik aus Perspektive des Marktes kurzfristig auf ein positives Bild für italienische Staatsanleihen hin. Mittelfristige Risiken mahnen jedoch zur Vorsicht und sprechen hier gegen das Eingehen großer Risikopositionen.