

Woche im Fokus

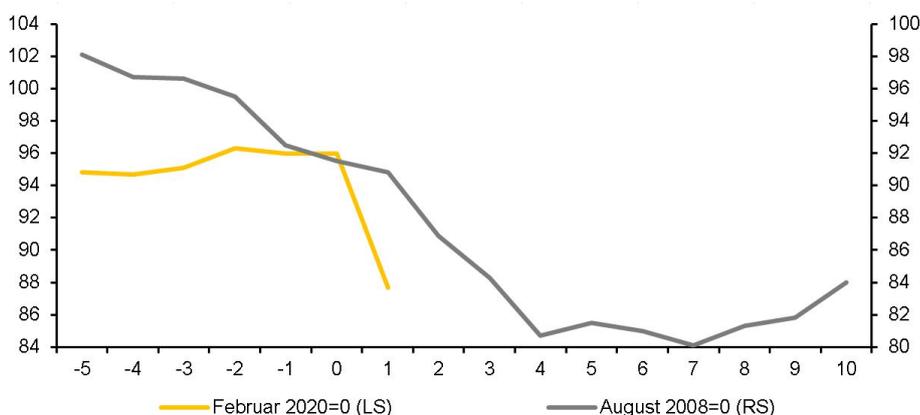
20. März 2020

Wie schlimm wird die Corona-Rezession?

Das Coronavirus und das Einfrieren des öffentlichen Lebens werden die Wirtschaft zumindest im ersten Halbjahr einbrechen lassen. Auch wenn sich die Wirtschaft ab der Jahresmitte wieder erholen könnte, ist für das gesamte Jahr 2020 für Deutschland ein Minus von 3,5% und für den Euroraum von 4% wahrscheinlich. Italien dürfte weitere Hilfe erhalten, falls seine Anleihen wieder unter die Räder kommen. **Seite 2**

ifo: Ähnlicher Einbruch wie nach Lehman-Pleite

ifo-Geschäftsklima für Deutschland, Index 2015=100



Quelle: Global Insight, Commerzbank-Research

Ausblick auf die Woche vom 23. bis 27. März 2020

Konjunkturdaten: Im Euroraum werden die Einkaufsmanagerindizes einen ersten Eindruck über den Absturz der Konjunktur im Euroraum geben. Wir erwarten einen Rückgang um etwa 10 Punkte. **Seite 8**

Anleihenmärkte: Trotz massiver Interventionen ist eine Trendwende nicht absehbar. Vor allem Unternehmensanleihen dürften vorerst anfällig bleiben. **Seite 11**

Devisenmärkte: In extremen Krisen ist der Dollar gefragt. **Seite 12**

Aktienmärkte: Der Coronavirus und der Einbruch des Ölpreises dürfte die DAX-Gewinnerwartungen in den kommenden Monaten um 20 Prozent drücken. **Seite 13**

Rohstoffmärkte: Nur ein Aufeinanderzugehen der Konfliktparteien dürfte die Talfahrt am Ölmarkt nachhaltig bremsen. **Seite 14**

Chefvolkswirt:
Dr. Jörg Krämer
 +49 69 136 23650
 joerg.kraemer@commerzbank.com

Editor:
Dr. Ralph Solveen
 +49 69 136 22322
 ralph.solveen@commerzbank.com

Wie schlimm wird die Corona-Rezession?

Dr. Jörg Krämer

Tel: +49 69 136 23650

Dr. Ralph Solveen

Tel: +49 69 136 22322

Das Coronavirus und das Einfrieren des öffentlichen Lebens werden die Wirtschaft zumindest im ersten Halbjahr einbrechen lassen. Auch wenn sich die Wirtschaft ab der Jahresmitte wieder erholen könnte, ist für das gesamte Jahr 2020 für Deutschland ein Minus von 3,5% und für den Euroraum von 4% wahrscheinlich. Italien dürfte weitere Hilfe erhalten, falls seine Anleihen wieder unter die Räder kommen.

Große Teil des Einzelhandels müssen schließen, alle kulturellen Veranstaltungen fallen aus, der Tourismus kommt faktisch zum Erliegen, und nun schließen auch noch die ersten Industrieunternehmen ihre Werke. Es ist offensichtlich, dass die wirtschaftliche Tätigkeit in Deutschland in den kommenden Wochen einbrechen wird. Aber wie groß wird das Minus sein? Um dies abzuschätzen, betrachten Konjunkturforscher meist die Nachfrageseite, also Konsum, Investitionen und Außenhandel. In der gegenwärtigen Situation ist es aber besser, die Produktionsausfälle in einzelnen Branchen zu analysieren und mittels ihres Anteils an der Gesamtwirtschaft auf das Bruttoinlandsprodukt hochzurechnen.

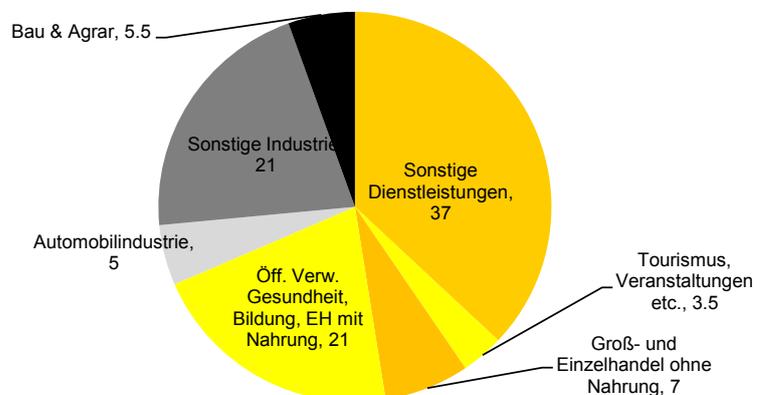
Was der Stillstand der Wirtschaft für das erste Halbjahr nahelegt

Auf diesem Weg kann man die wirtschaftlichen Effekte des Virus für das erste Halbjahr zumindest grob abschätzen:

- Im Mittelpunkt der Überlegungen stand lange die **Industrie**, da sie eine schwächere Nachfrage aus China und fehlende chinesische Vorprodukte direkt trifft. Wegen dieser Effekte hatten wir unsere 2020er Wachstumsprognose vor einiger Zeit um 0,4 Prozentpunkte gesenkt. Seit der raschen Ausbreitung des Virus in Europa wird jedoch mehr und mehr klar, dass für die Industrie andere Belastungen wichtiger sind. So haben die meisten Automobilhersteller inzwischen einen Produktionsstopp angekündigt, der auch die Zulieferindustrie massiv trifft. Die Autoindustrie im engeren Sinne hat einen Anteil von etwa 5% am deutschen Bruttoinlandsprodukt (Grafik 1). Unterstellt man, dass dort die Bruttowertschöpfung zeitweise um 80% fällt und im Rest der Industrie um 20%, ergibt sich hieraus für die Gesamtwirtschaft in dem entsprechenden Zeitraum ein negativer Effekt von etwa 8%.
- Noch stärker als die Industrie sind einzelne Bereiche des **Dienstleistungssektors** betroffen. So ist der gesamte Bereich Tourismus und Gastgewerbe, Luftverkehr sowie Kultur- und Sportveranstaltungen praktisch zum Erliegen gekommen. Zusammen stehen diese Sektoren zwar nur für 3,5% des deutschen Bruttoinlandsprodukts. Aber bei einem von uns angenommenen Rückgang um 70% drückt das die gesamte deutsche Wirtschaftsleistung um beachtliche 2½%. Da die einschränkenden Maßnahmen hier wohl mit am längsten gelten werden, dürfte dieser Sektor überproportional zum Minus des deutschen Bruttoinlandsproduktes beitragen.

Grafik 1: Löwenanteil der Bruttowertschöpfung im Dienstleistungssektor

Anteil an der Bruttowertschöpfung



Quelle: Eurostat, Commerzbank-Research

- Ähnlich stark eingeschränkt ist der **Groß- und Einzelhandel**, solange er nicht mit Nahrungsmitteln, Medikamenten oder Kraftstoffen handelt. Allerdings dürften die Ausfälle im

stationären Handel zumindest teilweise durch Zuwächse beim Online-Handel ausgeglichen werden. Darum haben wir hier einen zeitweisen Rückgang um 50% unterstellt, was bei einem Anteil an der Bruttowertschöpfung von etwa 7% die Wirtschaftstätigkeit um 3½% drückt.

- Viele andere Dienstleistungen, aber auch der Bau und die Agrarwirtschaft sind zwar nicht direkt von staatlichen Einschränkungen betroffen, dürften aber indirekt unter den Problemen in anderen Sektoren und der Einschränkung sozialer und beruflicher Kontakte leiden. Unterstellt man bei ihnen nur eine um 5% geringere Wertschöpfung, ergibt sich bei einem aggregierten Anteil an der gesamten Bruttowertschöpfung von gut 40% immer noch ein negativer Effekt von gut 2%.
- Gar nicht betroffen – zumindest in der Statistik – sind staatsnahe Sektoren wie die öffentliche Verwaltung, die Bildung und das Gesundheitswesen, da ihre Aktivität mit Hilfe der gezahlten Löhne abgeschätzt wird, an der sich durch den Virus kaum etwas ändern wird. Auch der Einzelhandel mit Nahrungsmitteln ist kaum betroffen.

Im zweiten Quartal ein Minus von mehr als 7% möglich

Die Analyse der verschiedenen Sektoren legt nahe, dass das deutsche Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal gegenüber dem vierten Quartal um 3½% sinken könnte. Für das zweite Quartal rechnen wir mit einem noch einmal deutlich größeren Minus von 7½%, weil die Schließung vieler Geschäfte sowie der Einbruch bei Restaurants und Hotels in diesem Quartal stärker zu Buche schlagen sollte (Grafik 2). Der sich abzeichnende Einbruch im zweiten Quartal wird vermutlich noch stärker als der im ersten Quartal 2009, als die deutsche Wirtschaft nach der Lehman-Pleite um 4,7% schrumpfte.

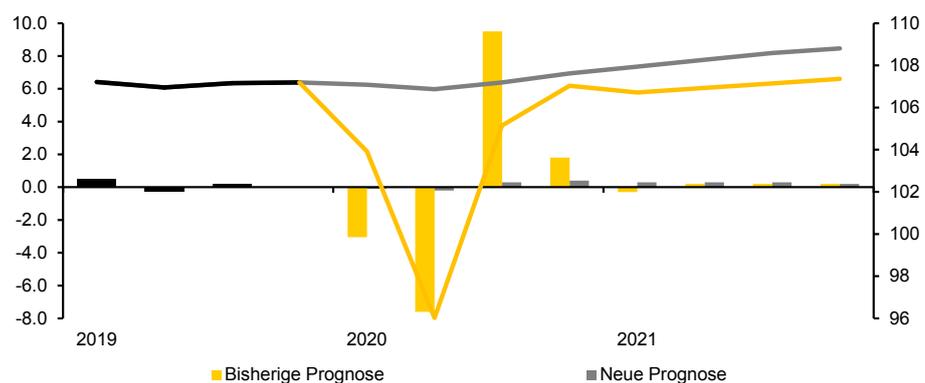
Erholung im zweiten Halbjahr

Wie es nach dem unvermeidlichen Einbruch im ersten Halbjahr weitergeht, hängt stark von der weiteren Entwicklung der Epidemie ab. Es geht um die Frage, wann die Zahl der Neuinfektionen in Deutschland und in den übrigen Ländern des Euroraums den Höhepunkt überschreitet und hinreichend fällt, damit die Regierung die Geschäfte und Restaurants wieder öffnen kann und die Menschen auch in anderen Branchen an ihre Arbeitsplätze zurückkehren können.

In China begannen die Unternehmen Anfang März, ihre Produktion hochzufahren, also anderthalb Monate nach dem sichtbaren Ausbruch von Corona. Wir gehen davon aus, dass die Beschränkungen im Euroraum erst gegen Jahresmitte weitgehend aufgehoben werden, da die Zahl der Neuinfektionen im Euroraum langsamer sinken dürfte als im autoritär regierten China, das Epidemien entschiedener bekämpfen kann als westliche Demokratien.

Grafik 2: Deutsche Konjunktur vor einem V-förmigen Verlauf

Reales Bruttoinlandsprodukt, Index 2015=100 (Linien) und Veränderung gegenüber Vorquartal in Prozent, ab 2020Q1 alte und neue Prognose der Commerzbank



Quelle: Statistisches Bundesamt, Commerzbank-Research

Ein Abebben der Epidemie würde es der deutschen Wirtschaft erlauben, sich von der Jahresmitte an zu erholen. Wir nehmen nämlich an, dass die Rettungsmaßnahmen der Regierungen (erleichterter Zugang zum Kurzarbeitergeld, Steuerstundungen, staatliche Kreditgarantien etc.) zumindest in Deutschland und in den meisten Ländern des Euroraums eine große Pleite- und Entlassungswelle vermeiden werden. Dann könnten die meisten Menschen nach dem Abklingen der Epidemie an ihre Arbeitsplätze zurückkehren. Die Wirtschaft würde sich erholen, wobei wir den Vorkrisen-Wachstumspfad um 1% abgesenkt

haben (Grafik 2), weil sich Pleiten und Entlassungen wie in Rezessionen üblich nie vollständig vermeiden lassen.

Deutschland/Euroraum: Unsere neuen Prognosen für 2020/21

Letztlich prognostizieren wir für die Konjunktur ein V, also einen heftigen Einbruch in der ersten Hälfte dieses Jahres und ein Wiederhochschießen der Produktion danach. Für das gesamte Jahr 2020 ergibt dies für Deutschland ein Minus von 3,5%, gefolgt von einer Gegenbewegung mit einem Plus von 4% im kommenden Jahr. Für den Euroraum erwarten wir für 2020 ein Minus von 4% und 2021 ein Plus von 4,5%. In einigen Ländern dürften die Ausschläge noch stärker sein als in Deutschland, weil der besonders stark betroffene Tourismus dort eine wesentlich größere Rolle spielt.

Eine Herausforderung für die öffentlichen Haushalte

Während das niedrig verschuldete Deutschland die fiskalischen Kosten der Corona-Krise ohne große Probleme verkraften kann, gilt das für viele andere Länder des Euroraums nicht. Herausforderungen kommen vor allem auf das hoch verschuldete Italien zu. Allein der von uns erwartete wirtschaftliche Einbruch um 5% wird das italienische Haushaltsdefizit um 3% des Bruttoinlandsprodukts erhöhen. Hinzu kommen die Kosten der Hilfspakete (1½%) sowie das vor Corona geplante Defizit (2%). Insgesamt dürfte das gesamtstaatliche Haushaltsdefizit Italiens 2020 auf 6½% des Bruttoinlandsprodukts steigen. Die Staatsschulden würden sich Ende des Jahres auf 150% des Bruttoinlandsprodukts zubewegen.

Hilfen für Italien

Europa wird Italien in dieser Situation helfen. Die EZB hat am Mittwochabend bereits ein 750 Mrd Euro schweres Anleihekaufprogramm beschlossen; sie wird flexibel auch große Mengen italienischer Staatsanleihen erwerben können.

Wenn der italienische Staat trotzdem den Zugang zum Kapitalmarkt zu verlieren drohte, könnte der ESM-Rettungsfonds einspringen und Italien vorsorgliche Kreditlinien einräumen oder explizit Kredite gewähren, auch wenn dem alle EWU-Mitgliedsländer zustimmen müssen. Der ESM könnte bis zu 410 Mrd Euro verleihen, was mit Blick auf das für 2020 erwartete Haushaltsdefizit in Höhe von 120 Mrd Euro ausreichen würde. Drohten allerdings weitere große Länder den Zugang zum Kapitalmarkt zu verlieren, würde der ESM bei mehrjährigen Hilfsprogrammen an seine Grenze stoßen. In diesem Fall würde die EZB vermutlich ihr 2012 geschaffenes unbegrenztes OMT-Anleihekaufprogramm aktivieren. Diese auch als Nuklearoption bezeichnete Maßnahme setzt zwar ein ESM-Hilfsprogramm inklusive Reformauflagen voraus. Im Fall der Fälle würden diese Voraussetzungen aber keine wesentliche Hürde darstellen. Denkbar wäre auch, dass die Finanzminister (per Einstimmigkeit) neue ESM-Instrumente beschließen, die für Italien noch geringere Hürde darstellen.

Schwieriger wäre es, Italien durch die Ausgabe von gemeinschaftlichen Anleihen ("Coronabonds") zu helfen. Die deutsche Kanzlerin hatte solche Gemeinschaftsanleihen stets abgelehnt – nicht zuletzt, weil sie bei den Abgeordneten ihrer eigenen Partei sehr unbeliebt sind; der Bundestag müsste solchen Anleihen zustimmen.

Einbruch auch in den USA

Dass die US-Wirtschaft bis Februar relativ gut dastand, spielt inzwischen kaum noch eine Rolle. Auch in den USA dürfte das Bruttoinlandsprodukt im ersten Quartal schrumpfen, wenn auch weniger stark als im Euroraum, weil die Pandemie die USA erst im März richtig traf. Für das zweite Quartal erwarten wir jedoch einen ähnlich heftigen Einbruch, gefolgt von einem Wiederhochschießen im zweiten Halbjahr. In der Summe dürfte das US-Bruttoinlandsprodukt in diesem Jahr um 2% schrumpfen. Für nächstes Jahr prognostizieren wir ein Plus von 5%.

China: Corona-Zweitrundeeffekte

In China bewegt sich die Zahl der Neuansteckungen seit zwei Wochen im niedrigen zweistelligen Bereich. Die Unternehmen haben ihre Produktion weitgehend wieder hochgefahren. Der unmittelbare Corona-Schock ist in China abgeklungen.

Aber das Land muss sich nun mit den mittelbaren Folgen der Epidemie auseinandersetzen. Zum einen ist das Virus auf Europa und die USA übergelungen, so dass diese weniger chinesische Güter nachfragen. Zum anderen ist die Arbeitslosigkeit in China auf ein historisches Hoch von 6,2% geklettert (normal sind 5% bis 5¼%), was die Binnennachfrage

dämpfen wird. Wir haben unsere 2020er Wachstumsprognose ein weiteres Mal von 4,8% auf 4,0% gesenkt.

Die Folgen für EUR-USD

Unsere Jahresendprognose für EUR-USD belassen wir bei 1,14, weil der Coronavirus die Wirtschaft in den USA und im Euroraum ähnlich treffen dürfte. Dass wir überhaupt für die zweite Jahreshälfte einen etwas stärkeren EUR-USD sehen, liegt daran, dass der recht hoch bewertete Dollar anfällig ist, weil er seinen Zinsvorteil für eine lange Zeit eingebüßt haben dürfte.