



Blitzrezession: Die Prognosewelt nach Corona

- Angesichts der Ereignisse im Rahmen der Corona-Krise revidieren wir erneut unsere Prognosen. Auch die neuen Prognosen bergen Abwärtsrisiken, sollte sich die Shutdown-Periode über den angestrebten Zeitraum bis etwa Mitte April um weitere Wochen verlängern.
- In einer nie dagewesenen Geschwindigkeit haben sich durch die Corona-Pandemie die konjunkturellen Aussichten für die gesamte Weltwirtschaft gedreht. Der zeitversetzte weitgehende Shutdown in Asien, Europa und Amerika führt zu einer weltweiten Rezession, deren Ausmaß am ehesten mit der Lehman-Rezession vor gut zehn Jahren vergleichbar ist.
- Sofern die Pandemie in Europa und in den USA in ähnlicher Geschwindigkeit wie in China bekämpft werden kann und keine großen Reinfektionswellen auftreten, besteht die Hoffnung, dass die Rezession schneller vorübergeht als diejenige nach der Finanzkrise. Die negativen Folgen durch die Phase der wirtschaftlichen Einschränkungen in Gestalt von Arbeitsplatzverlusten oder Firmenpleiten müssen so gering wie möglich gehalten werden.
- Die Blitzrezession hat an den Aktienmärkten zu einem Blitzcrash geführt. Mittlerweile haben die Aktienmärkte in Europa eine Rezession eingepreist, in den USA jedoch noch nicht, weil hier erst einmal höhere Bewertungen abgebaut werden mussten. Eine Erholung der Kurse hängt jedoch am Abebben der Neuinfektionen. Hier liegt der Schlüssel zu einer Beruhigung der Lage.
- Das Zinsniveau wird durch das Geschehen langfristig eher weiter gedrückt, selbst wenn zwischenzeitlich bei Bundrenditen Anstiege zu beobachten waren. Der Goldpreis sollte nach dem Abflauen der Turbulenzen ebenfalls eher wieder steigen als auf seinen gesunkenen Niveaus zu verharren.
- Die angemessene Haltung für einen privaten Aktiensparer gegenüber solchen Ereignissen ist eine stoische Besonnenheit. Verluste werden dadurch erst Realität, dass man an solchen Tiefpunkten verkauft. Denn dann hat man nicht mehr die Chance, an der nachfolgenden Erholung der Märkte zu partizipieren, wie sie auch nach diesem Kursrutsch wieder stattfinden wird.

Überfall auf die Weltwirtschaft

Solange das Virus weit weg war, glaubte man sich dagegen immun. Bis auf eine kurze Irritation Ende Januar nahm die Börse keine Notiz von der neuen Krankheit, die seltsame Eigenschaften aufwies: für die allermeisten ganz harmlos, für einen geringen, unbekanntem Prozentsatz der Infizierten jedoch schwerwiegend und zu einem noch geringeren, aber ebenfalls nicht bekannten Prozentsatz tödlich. Erst mit dem Überschwappen nach Europa wurde eine weitere Eigenschaft des SARS-CoV 2 Virus, wie es nun offiziell heißt, deutlich, nämlich seine extreme Ansteckungsfähigkeit und damit seine extrem leichte und schnelle Verbreitung. Viel Zeit wurde durch die Diskussion versäumt, ob dies „einfach nur eine Grippe“ sei oder eben nicht, bis sich schließlich die Mathematik der Pandemie durchsetzte, die ausrechnete, wie sehr das Gesundheitssystem durch die schnelle Ausbreitung der Krankheit überlastet sein würde. Seitdem wurden auch in Europa die Maßnahmen im Tagesabstand drastischer, zunächst in Italien, dann in allen anderen befallenen Ländern. Weltweit hatten Mitte März fast 120 Länder Corona-Fälle gemeldet.

Damit war klar, dass sich die Unbesorgtheit an den Aktienmärkten nicht mehr würde halten lassen. Während man bislang lediglich Effekte von weltweiten Produktionskettenverflechtungen berechnet hatte, kam jetzt die Aussicht auf wirtschaftlicher Einschränkungen auf die europäische Union und auf die USA zu. Aus einer weltweiten Aufschwung wurde die Erwartung einer weltweiten Konjunkturpause. Diese Eintrübung geschah innerhalb weniger Tage. Kein Ereignis in der modernen Wirtschaftsgeschichte hat den Konjunkturausblick für die gesamte Weltwirtschaft in so kurzer Zeit derart komplett gedreht. Dies ging mit deutlichen Kursverlusten an den Börsen einher, die binnen Tagen bis zu 30 Prozent erreichte, freilich von den unmittelbar vorher noch erreichten neuen historischen Höchstständen. Eine geordnete Portfolioreaktion in diese Blitzrezession hinein, die von einem Blitzcrash gefolgt war, war nur sehr wenigen Teilnehmern möglich.

In der Folgewoche wurde deutlich, dass die Einschränkungen in Europa (und in den USA) von ähnlicher Qualität sein würden wie in China – bis hin zu Formen des



Ausgabe 1.1/2020 – Donnerstag, 19. März 2020

Ausgehverbots, insbesondere für die internationalen Risikogebiete, zu denen nach der chinesischen Ausgangsregion Hubei bis Mitte März die Länder Italien und Iran, die Region Nord-Gyeongsang (Süd-Korea), die Region Grand-Est (Frankreich), das Bundesland Tirol (Österreich), die Stadt Madrid (Spanien) sowie die US-Bundesstaaten Kalifornien, Washington und New York hinzukamen. Damit lag nochmals ein deutlich weitergehender wirtschaftlicher Shutdown vor als noch in der Vorwoche absehbar.

Der zeitliche Verlauf dieser Einschränkungen hängt vollständig am Verlauf der Infektionsraten. Dieser folgt bei jeder Epidemie einer Glockenkurve, die auch wieder abwärts geneigt ist, wenn die Anzahl der Gesundungen die Anzahl der Neuinfektionen übersteigt. Die Höhe und der zeitliche Verlauf dieser Kurve ist durch soziale Distanzierungsmaßnahmen gestaltbar. In Europa sollte der Hochpunkt dieser Kurve Ende März erreicht sein, in den USA wenige Tage später. Wie hoch die Fallzahlen bis dahin werden, ist noch nicht prognostizierbar.

Wie schnell die Absonderungsmaßnahmen danach wieder eingestellt werden, ist ebenfalls nicht klar. Nach den Erfahrungen in China verläuft diese Normalisierung in einem langsamen Prozess über zwei bis drei Monate hinweg. Für Europa ist mit einer solchen Normalisierung also gegen Ende der ersten Jahreshälfte zu rechnen. Es ist ganz besonders wichtig, dass in dieser Zeit der Einschränkungen keine Folgeschäden auftauchen, die ein Wiederanlaufen der Wirtschaft nach Abflauen der Gesundheitskrise behindern würden. Solche Folgeschäden wären etwa Arbeitsplatzverluste oder Firmeninsolvenzen. Um dies in Deutschland zu verhindern, hat die Bundesregierung ein umfangreiches Maßnahmenpaket vorgelegt: Kurzarbeiterregelungen, Steuerstundungen und Kreditvergaben sowie eine temporäre Flexibilisierung bei Insolvenzregeln sind sehr effektive Instrumente. Ohne eine finanzielle Obergrenze versehen, hat die Bundesregierung alles aufgeboten, was in dieser Lage möglich ist. Wichtig ist nun die operative Umsetzung, insbesondere, dass alle Instrumente sofort und unbürokratisch am Start sind. Konjunkturprogramme sind eher etwas für die Zeit danach, also wenn nach Abebben der Gesundheitskrise die Dynamik nicht in Gang kommen sollte. Eine flächendeckende Insolvenzwelle sollte es dadurch nicht geben. Aber es wird auch keine Garantie dafür sein, dass alle Unternehmen und jeder Arbeitsplatz überleben werden.

Insgesamt resultiert aus diesen Bedingungen eine konjunkturelle Situation, die vom Ausmaß her wohl eher in Begriffen der Lehman-Krise 2008/2009 zu beschreiben ist. Dem liegt ein tiefer Einbruch in der ersten Jahreshälfte zugrunde und eine deutliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte, insbesondere im letzten Quartal (s.u.). Ebenfalls ungewöhnlich: die Rezession schlägt in sehr vielen Ländern der Welt mit nur wenigen Wochen Abstand ein.

Konjunktur – zum Nichtstun verurteilt

Der Problemmix der Corona-Epidemie ist völlig anders als in früheren Krisen: Die Nachfrage- und die Angebotsbedingungen werden nämlich gleichzeitig in die Zange genommen. In ihrer Extremform wurden diese Folgen in China sichtbar: Der private Konsum brach ein, weil Einkaufszentren, Gaststätten sowie Freizeiteinrichtungen geschlossen wurden und die Menschen in ihren Wohnungen bleiben mussten. Da die Menschen auch nicht mehr zur Arbeit gehen konnten, standen plötzlich die Fließbänder still. In einer durch „Just-in-Time“-Lieferungen geprägten Zeit dauerte es nicht lange, bis es auch an anderen Stellen zu Produktionsunterbrechungen kam. Diese für China dramatischen Folgen waren in Europa nur moderat zu spüren. Es waren zwar Absatzeinbußen auf dem chinesischen Markt zu verzeichnen, doch solange die Konjunktur im Rest der Welt lief, war das verkraftbar. Deutlich besorgniserregender waren da schon die drohenden Lieferkettenprobleme, denn beim Ausfall kritischer Vorprodukte aus China hätte die Produktion auch in anderen Ländern beeinträchtigt werden können. Da aber Container rund sechs Wochen nach Deutschland brauchen, war auch davon bislang noch wenig zu spüren.

Die Situation änderte sich vollkommen mit dem Überspringen des Coronavirus auf **Europa**. Nun drohten die „chinesischen“ Probleme auf einmal auf dem europäischen Heimatmarkt. Das verschärft das Problem gleich in mehrfacher Hinsicht: Erstens ist die Eurozone (EWU) mit Abstand der wichtigste Absatzmarkt für deren Mitgliedstaaten: im Schnitt gehen rund 45 % der nationalen Warenausfuhren in andere Mitgliedsländer der Eurozone, und auch das Gros der Tourismuseinnahmen dürfte aus den Mitgliedstaaten der EWU stammen. Zweitens sind die Produktionsstrukturen innerhalb der EWU aufs engste miteinander verflochten, und die Lieferzeiten relativ kurz. Produktionsausfälle in einem Land können daher leicht zu Einschränkungen im Rest der EWU führen. Wegen dieser unmittelbaren Bedrohung



der Absatzmärkte und Lieferketten dürfte die Unternehmenszuversicht rapide sinken. Dies wird zu einem Aufschub von Investitionsplänen führen. Denn in den Kalkulationen der Unternehmen werden den Anschaffungskosten die zu erwartenden künftigen Erträge gegenübergestellt. Sind diese unsicher oder sind die Zukunftserwartungen zu pessimistisch, wird das Unternehmen mit der Investition auf bessere Zeiten warten.

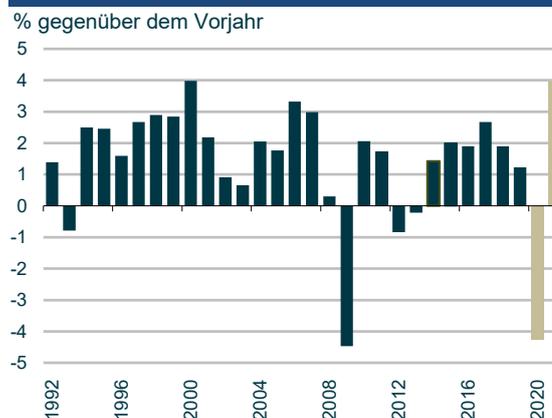
Für die Abschätzung der Folgen für die Konjunktur sind zwei Annahmen von entscheidender Bedeutung: Wie umfassend sind die Quarantäne- und Beschränkungsmaßnahmen, und wie lange dauern sie an? Bislang ist unser Bild, dass der gemeinsame Hochpunkt der Infektionen in der EU4 (Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien) Anfang April erreicht wird. Dies wird für die einzelnen Länder nicht gleichzeitig der Fall sein. Berechnungen zufolge hinkt Spanien 7 Tage, Frankreich 9 Tage und Deutschland 11 Tage Italien hinterher. Das Gros der konjunkturellen Bremseffekte erwarten wir für April. Danach bauen sich die Belastungen bis zum Quartalsende allmählich ab. Echte neue konjunkturelle Schubkraft wird erst im dritten Quartal wieder schrittweise entfaltet.

In immer weiteren Teilen Europas werden das gesellschaftliche Leben und die Wirtschaft eingefroren. In Italien stehen fast alle Ampeln auf Rot. Wir erwarten dort für das Jahr 2020 eine Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts um 4,8 %. In den anderen Ländern begannen die Einschnitte in das Wirtschaftsleben mit Verzögerung. Inzwischen sind in fast allen Ländern die Schulen geschlossen, zahlreiche Länder haben Einreisebeschränkungen vorgenommen. In allen vier großen Volkswirtschaften der Eurozone wird das gesellschaftliche Leben auf die Beschaffung von Produkten des Grundbedarfs und den Gang zur ebenfalls eingeschränkten Arbeit reduziert. Noch sind es vor allem die Nachfrageausfälle, mit denen die Unternehmen in der Eurozone zu kämpfen haben. Doch mit zunehmender Dauer der wirtschaftlichen Erstarrung werden Lieferkettenprobleme hinzutreten.

Wer auf einen positiven Rückprall hofft, der den Einbruch schnell wieder kompensiert, könnte enttäuscht werden. Der Aufholprozess dürfte sich aus zwei Gründen langsamer als üblich gestalten: Erstens treten in den USA die negativen Folgen der Corona-Pandemie mit etwas Verzögerung auf und wirken dann in der ersten Phase der Erholung in Europa noch bremsend. Zweitens sind in dieser Krise nicht nur die Industrie, sondern auch

in einem ungewöhnlich hohen Maße die Dienstleistungsbranchen betroffen, wo nicht jeder Nachfrageausfall schnell nachgeholt werden wird. Das Gros der Nachfrageeffekte erwarten wir für den Spätsommer und den Herbst. Damit kommt es zu einem sehr hohen statistischen Überhang für das kommende Jahr, der rund die Hälfte des kräftigen Anstiegs des Eurozonen-Bruttoinlandsprodukts (Prognose 2021: 4,0 %) ausmachen wird. Für das laufende Jahr erwarten wir dagegen eine Schrumpfung um 4,3 %.

Abb. 1 Bruttoinlandsprodukt Euroland



Quellen: Eurostat, Prognose DekaBank

Unterstützung kommt zwar von Seiten der Geld- und Fiskalpolitik. Dabei geht es aber nicht darum – wie sonst üblich – die Nachfrageausfälle zu kompensieren, sondern es geht in erster Linie darum, die Unternehmen durch die Krise zu bringen und unnötige Pleiten zu verhindern. Exemplarisch seien hier die deutschen Maßnahmen wie unbegrenzte KfW-Kredite und Steuerstundungen für Unternehmen genannt. Der zweite Fokus besteht darin, die Folgen für die privaten Haushalte abzufedern. Das mächtigste Instrument hierzu ist die deutsche Kurzarbeiterregelung.

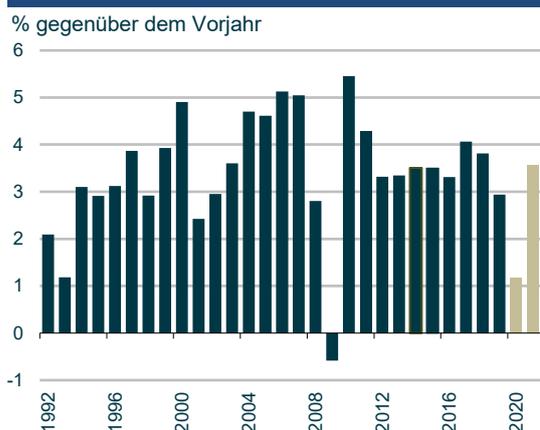
Die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise für die **US-Wirtschaft** sind grundsätzlich denen von Europa ähnlich. Ein gravierender Unterschied besteht allerdings im geringeren Offenheitsgrad, sodass der Produktionsrückgang in China sowie der in Euroland weniger belastet. Zudem wurden die USA erst mit Verzögerung direkt vom Virus betroffen. Sie hinken hierbei ca. 16 Tage hinterher. Auch die vorherige Wachstumsdynamik war wesentlich kräftiger als in Euroland und im Gegensatz zur EZB konnte die Fed immerhin im Zuge der Krisenbe-



kämpfung ihr Leitzinsintervall um 150 Basispunkte senken. Aber neben den Corona-Belastungen wirken gerade in den USA die niedrigeren Ölpreise eher wachstumsbremsend. Denn zwar liegt ein energiepreisbedingter Kaufkraftgewinn vor. Aber erfahrungsgemäß dürfte dieser aufgrund der erhöhten Unsicherheit in eine steigende Sparquote der privaten Haushalte fließen. Zudem ist die Abhängigkeit der US-Wirtschaft von der Entwicklung der Finanzmärkte höher. Und das schmerzt in Zeiten von dramatischen Aktienkursrückgängen. Dies gilt sowohl für die privaten Haushalte (Altersvorsorge) als auch für die Unternehmen (Kapitalbeschaffung).

Die öffentlichkeitswirksame Reaktion der US-Fiskalpolitik in Höhe von 850 Mrd USD in Form verschiedener Hilfsprogramme entsprechen knapp 4 Prozent der US-Wirtschaftsleistung und fallen damit geringer aus als der American Recovery and Reinvestment Act von 2009 (etwa 5,4 Prozent). Dies ist kein Grund zu einer optimistischeren Einschätzung für die US-Wirtschaft als für Euroland, denn im Vergleich zu Euroland sind die automatischen Stabilisatoren (bspw. Arbeitslosenhilfe, Gehaltsfortzahlung im Krankheitsfall) weniger ausgeprägt. Wir gehen derzeit davon aus, dass im April der schärfste Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität in den USA zu beobachten sein wird. Es folgen dann weitere zwei Monate mit Rückgängen.

Abb. 2 Bruttoinlandsprodukt Welt



Quellen: Nationale Statistikämter, Prognose DekaBank

Während sich also China schon auf dem Weg der Besserung befindet, strebt die Anzahl der Neuinfektionen in Europa ihrem Hochpunkt entgegen und zieht in den USA gerade erst an. Diese Überlappung führt zu zwei

spürbaren Rückgängen des **globalen Bruttoinlandsprodukts** im ersten Halbjahr 2020. Man darf also getrost von einer globalen Rezession sprechen.

Kapitalmärkte: infiziert?

An den Finanzmärkten können sich aus der aktuellen Situation Folgeschäden einstellen, wenn durch den finanziellen Stress des Unternehmenssektors das Bankensystem angesteckt wird und dies in eine Finanzkrise umschlägt, die wiederum negativ auf den realwirtschaftlichen Sektor zurückschlägt. Die Reaktionen an den Wertpapiermärkten waren Mitte März nicht anders als mit Panik zu beschreiben. Aktienmärkte verzeichneten Einbrüche bis zu 30 Prozent, die Renditen von Staatsanleihen gingen insbesondere in den USA deutlich zurück. Die Panik sprang von den vermeintlich sicheren Häfen der Bundesanleihen sogar auf Gold über, weil für viele Marktteilnehmer nur noch Liquidität zählte.

Diese Bewegung wurde von den schnellsten Zinssenkungen der Fed in ihrer Geschichte begleitet, die den Leitzins zweimal um insgesamt 150 Basispunkte zurücknahm. Umfangreiche Liquiditätsmaßnahmen sowie breite Anleiheankaufprogramme in den USA, aber auch durch die EZB und anderen Notenbanken wurden in Windeseile umgesetzt. Regulierungen wie Eigenkapital- oder Liquiditätsregeln wurden von den Regulierern für begrenzte Zeit als flexibel zu handhaben erklärt. All dies konnte die Märkte jedoch nicht beruhigen. Der Verkaufsdruck bei Aktien hielt an. Dabei musste in den USA erst eine erhebliche Überbewertung abgebaut werden. An den europäischen Börsen und auch in den Schwellenländer-Aktienmärkten war die Ausgangslage allerdings eine vollkommen andere als die in den USA. Die Handelskriege des vergangenen Jahres sowie die allgemeine industrielle Schwäche hatten die Aktienbewertungen in diesen Regionen nie deutlich ansteigen lassen. Der Kurssturz erwischte die Aktien hierzulande somit von normal bewerteten Niveaus aus, was dazu führt, dass die Aktienmärkte in Europa und vor allem auch der DAX-Index mittlerweile tiefe Rezessionsniveaus einpreisen, die in der Vergangenheit nur in extremen Risikolagen wie zum Hochpunkt der Finanzmarktkrise oder im Nachgang des Platzens der Technologieblase zum Anfang dieses Jahrtausends kurzzeitig erreicht wurden. Kurse unterhalb der Buchwerte deuten die Erwartung einer tiefen, lange anhaltenden Rezession an. Die im DAX-Index notierten Unternehmen weisen derzeit einen Buchwert von rund 8.700 Punkten aus. Damit ist klar, dass der weitaus größte Teil des Kurssturzes bereits



Ausgabe 1.1/2020 – Donnerstag, 19. März 2020

hinter uns liegt und Kurse unterhalb der Buchwerte eine extreme Risikoaversion anzeigen, die in der Regel nur von kurzer Dauer ist. Allerdings sollte nicht mit einer schnellen Kurserholung gerechnet werden. Es ist Geduld gefragt, denn jetzt dürfte zunächst eine hoch volatile Phase der Richtungssuche vor uns liegen.

Das **Zinsniveau** ist durch die Corona-Krise nochmals gesunken. Durch die wirtschaftlichen Auswirkungen des Corona-Ausbruchs dürfte die EZB vorerst keinen neuen Anlauf für einen geldpolitischen Ausstieg unternehmen. Wir erwarten Ende des Jahres Bundrenditen von etwa -0,40 % und damit geringfügig weniger als vor der Corona-Krise (siehe unten stehende Tabelle).

Abb. 3 Aktien: DAX Kurs- und Buchwert



Wertentwicklung DAX (16.03.2005 – 16.03.2020):

16.03.2005	16.03.2006	16.03.2007	16.03.2008	16.03.2009
16.03.2006	16.03.2007	16.03.2008	16.03.2009	16.03.2010
36,87%	11,57%	-1,94%	-37,31%	47,63%
16.03.2010	16.03.2011	16.03.2012	16.03.2013	16.03.2014
16.03.2011	16.03.2012	16.03.2013	16.03.2014	16.03.2015
9,09%	9,89%	12,36%	12,60%	34,35%
16.03.2015	16.03.2016	16.03.2017	16.03.2018	16.03.2019
16.03.2016	16.03.2017	16.03.2018	16.03.2019	16.03.2020
-17,95%	21,03%	2,54%	-5,68%	-25,19%

Quellen: Bloomberg, Deutsche Börse, DekaBank

*Bloomberg Schätzungen für die nächsten 12 Monate

Nach unserer Auffassung ist kurzfristig die Kurve der Neuinfektionen der wichtigste Marktindikator. Sobald die Marktteilnehmer realisieren, dass der Hochpunkt der Ansteckungen auch in Europa und bald darauf in den USA erreicht ist, werden sie auch in wirtschaftlichen Hinsicht einen Normalisierungsprozess wie in China erwarten. Je früher dies der Fall ist, desto stärker werden die positiven Reaktionen an den Finanzmärkten ausfallen. Zwar sollte es nicht zu einer V-förmigen Erholung auf alte Höchststände kommen, denn es muss erst über den Sommer ausgetestet werden, ob die Konjunktur wirklich wieder genügend Fahrt aufnimmt. Aus diesem Grund haben wir die **Aktienprognosen** in den kommenden drei Monaten auf einen weiterhin breiten Korridor von 8.500 bis 10.500 DAX-Indexpunkten gelegt. Auf Sechs-Monatssicht erwarten wir 11.000 Punkte und in der Folge auf zwölf Monate mit einer weiteren Erholung der Konjunktur wieder 11.500 Punkte (siehe unten stehende Tabelle).

Abb. 4 Bundesanleihen



Quellen: Nationale Statistikämter, Prognose DekaBank

Fazit: Bessere Konjunktur – Schäden verdauen – einige Risiken bleiben – trotzdem weiter investieren

Für **Anleger** kommt die Krise in Form eines Börsencrashes aus heiterem Himmel, aber mit einer nachvollziehbaren Begründung – eben der Coronavirus. Dies sollte auch ein wichtiger Unterschied zu anderen Börsencrashes sein: die Ursache ist identifizierbar und zeitlich begrenzt. Wir haben es hier eher mit einer Naturkatastrophe zu tun als mit ökonomischen Ungleichgewichten. Nach dem Abflauen des Unwetters und den Aufräumarbeiten sollte daher der Weg zu mehr konjunktureller Normalität und damit wieder einem soliden Fundament für Aktien und Anleihen gebahnt sein. Die angemessene Haltung für einen privaten Aktiensparer gegenüber solchen Ereignissen ist eine stoische Besonnenheit. Verluste werden dadurch erst Realität, dass man an solchen Tiefpunkten verkauft. Denn dann hat man nicht mehr die Chance, an der Erholung der Märkte teilzunehmen, wie sie auch nach diesem Kursrutsch wieder stattfinden wird. An dieser Stelle zeigen sich auch die Vorteile einer breit gestreuten Wertpapieranlage: wer jetzt in einzelnen Titel investiert ist, muss nun jeweils im Einzelfall sorgfältig abschätzen, ob das betreffende Unternehmen diese Krise überhaupt übersteht und wie schwer das Geschäftsmodell oder die Bilanz für die Zu-



Ausgabe 1.1/2020 – Donnerstag, 19. März 2020

kunft geschwächt sind. Die breite Investition in den gesamten Aktienmärkten lässt solche Arbeit und Sorgen überflüssig werden: Hier wird die Erholung über kurz oder lang auf breiter Basis stattfinden.

Sollte sich jetzt nicht noch eine dramatische Verschlechterung der Lage einstellen – Reinfektionswelle in China, Banken- oder Staatenkrise – haben die Aktienmärkte die jetzige Rezessionsperspektive in den Kursniveaus verarbeitet. Ob sich diese Risiken materialisieren, wird sich in den kommenden ein oder zwei Wochen zeigen. Daher ist jetzt noch nicht die Zeit, mit vollen Segeln in die Investition zu gehen. Aber Einstiegsstrategien in Form von disziplinierten ersten Käufen können in den kommenden Wochen bereits wieder gestartet werden.

Etwas Anderes sind die langfristigen Konsequenzen der Corona-Krise. Denn man kann nicht behaupten, dass es

nicht bereits vor der Pandemie Ungleichgewichte gegeben hätte: Der Coronavirus erwischt das Welt-Finanzsystem mit einem geschwächten Immunsystem. Die Verschuldung ist hoch, viele Börsenkurse und Immobilienpreise ebenfalls und die Welt hat einen zehnjährigen Aufschwung hinter sich, von dem sich viele Marktbeobachter schon lange fragten, ob er nicht mit zu viel Euphorie einhergegangen war. Einiges davon wird nach der Corona-Krise allerdings nicht besser sein. Die Verschuldung steigt weiter an, bei Unternehmen und bei Staaten, die Ertragskraft der Unternehmen muss von neuem geprüft werden. Alles zusammen macht die Möglichkeit von Zinssteigerungen noch mehr zunichte als bereits vorher. Das grundsätzliche Dilemma der Zinslosigkeit und der Angewiesenheit auf die Aktienmärkte wird insofern wohl auch die aktuelle Corona-Krise überleben.

Revidierte Prognosen: Übersicht

Aktienmärkte	Stand	Prognose in			
	19.03.2020	3 Monaten	6 Monaten	12 Monaten	
DAX	8.361	10.500	11.000	11.500	
EURO STOXX 50	2.374	2.850	2.900	2.950	
S&P 500	2.398	2.500	2.550	2.550	
TOPIX	1.283	1.400	1.450	1.450	

Konjunktur	Stand	Prognose		
	19.03.2020	2019	2020	2021
Deutschland	BIP	0,6	-4,2	4,5
Euroland	BIP	1,2	-4,3	4,0
USA	BIP	2,3	-1,0	1,9
Welt	BIP	2,9	1,1	3,6

Zinsen	Stand	Prognose in			
	19.03.2020	3 Monaten	6 Monaten	12 Monaten	
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	0,00	0,00	0,00	0,00	
Bundesanleihen, 10 Jahre	-0,24	-0,55	-0,50	-0,35	
USA Fed Funds Rate	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25	0,00-0,25	
US-Treasuries, 10 Jahre	1,19	0,90	0,95	1,05	

Rohstoffe / Währungen	Stand	Prognose in			
	19.03.2020	3 Monaten	6 Monaten	12 Monaten	
EUR-USD	1,09	1,11	1,10	1,11	
EUR-CHF	1,06	1,06	1,06	1,08	
Brentöl in USD	25	26	29	32	



Ergänzung: Corona-Rezession: Schlechter, bevor es besser wird

- *Die Maßnahmen gegen das Coronavirus reißen nicht ab. Sie verhindern zurzeit noch positive Reaktionen auf die Hilfspakete der Regierungen, die ebenfalls im Stundentakt beschlossen werden. Sobald sich die Ausbreitungsgeschwindigkeit der Pandemie deutlich abschwächt, werden die Finanzmärkte die positiven Wirkungen der neuen fiskalischen Impulse stärker würdigen.*
- *Eine weitere Ausdehnung der Quarantänemaßnahmen lässt den Wirtschaftseinbruch zunächst jedoch noch tiefer ausfallen als wir es bislang erwartet hatten. Dies zeigt auch das erste ernstzunehmende Konjunktursignal aus der Corona-verseuchten Wirtschaftslandschaft, der ifo Geschäftsklimaindex für März. Unsere Szenarien reichen bis zu einem Wirtschaftseinbruch von Deutschland von 6,2 Prozent. Für realistischer halten wir jedoch ein Minus von 4,5 Prozent.*

Märkte weiter unter Druck – Geld- und Fiskalpolitik mit maximalem Einsatz

Die Lage an den Finanzmärkten und erst recht in der realen Wirtschaft will sich anscheinend nicht beruhigen. Die einschränkenden Maßnahmen werden weiter verschärft: noch mehr Grenzschließungen wie etwa zwischen den USA und Kanada oder zwischen Deutschland und Österreich; in Frankreich und Belgien sind Ausgangsperren in Kraft getreten. Auch Deutschland ist in einen „freiwilligen“ Shutdown getreten, von dem sich erst noch erweisen muss, ob moralische Appelle ausreichen, um das notwendige Distanzhalten der Bürger zu erreichen. Zwar wird in vielen Fabriken noch gearbeitet, aber viele Unternehmen, darunter etwa die großen Autobauer, haben ihre Produktion bereits eingestellt. Mittlerweile machen sich auch die gerissenen Produktionsketten bemerkbar: Etwa 60 Prozent weniger Güter werden in Deutschland von den Häfen ins Land transportiert.

Doch gibt es auch positive Nachrichten. So hält bei allem Finanzstress gegenwärtig das Bankensystem stand. Eine Lehre der Finanzkrise war, dass Banken keine übermäßigen Wertpapierbestände halten dürfen, da diese in einem Crash sofort die Bankbilanz verheeren würden, was im Jahr 2009 auch zum Hauptproblem wurde. Seitdem sind Investmentbanking und Wertpapier-Lagerbestände deutlich abgebaut worden – eine Vorkehrung, die sich jetzt auszahlt. Die Notenbanken haben in der Finanzkrise schnelles und entschiedenes Eingreifen gelernt. Auch das ist jetzt von Vorteil: So ist der Zugang zu Liquidität für das Bankensystem zurzeit kein großes Problem – und sei es die Hinwendung zur Zentralbank. Zwar gibt es regulative Anreize und Verpflichtungen, bei einstürzenden Bewertungen Bestände abzubauen, aber

auch hier haben die EZB und die europäischen Aufsichtsbehörden Flexibilität signalisiert. Dies gibt Anlass zur Hoffnung, dass aus der Wirtschaftskrise nicht automatisch eine Bankenkrise wird. Unterscheiden muss man hiervon allerdings die längerfristigen Auswirkungen dieses Stillstandes („Shutdown“): Unternehmen werden nach dem Shutdown eine schlechtere Verschuldungsqualität aufweisen, Rating-Agenturen werden Herabstufungen der Kreditwürdigkeit vornehmen. Dies muss in der Kreditvergabewelt „nach Corona“ erst einmal verdaut werden. Dies sind allerdings Fragen für die Zeit nach der akuten Ausnahmelage, die gegenwärtig immer noch andauert.

Konjunkturelle Einbrüche stärker als bei Finanzkrise – dafür aber kürzer

Die wirtschaftlichen Einschränkungen sind so umfassend, dass mit bangem Blick auf die Folgewirkungen des Shutdown geblickt wird. Unternehmen haben nun mal nur einen relativ geringen Überschuss ihrer Erträge über ihre Kosten. Auch wenn es zur zu einer kurzen Periode mit Einnahmeausfällen, aber weiterlaufenden Kosten kommt, ist die Substanz vieler Unternehmen schnell aufgezehrt. Jeder private Haushalt, bei dem die Einnahmen jeden Monat gerade so für die Ausgaben reichen, wird dies unmittelbar nachvollziehen können. Im Unternehmenssektor trifft dies insbesondere auf viele kleine und kleinste Firmen des Mittelstandes sowie auf eine Vielzahl von Selbständigen zu. Wie robust die Bilanz dann ist, das heißt, wie viele Reserven für schlechte Zeiten vorhanden sind, variiert sehr stark von Unternehmen zu Unternehmen. Einige Branchen sind hier schwächer aufgestellt wie etwa die Gastronomie, andere besser wie etwa große Teile der Industrie. Ganz ohne Insolvenzen und Arbeitsplatzverluste werden die kommenden



Wochen nicht vorübergehen. Insbesondere, weil die Einschnitte beim Bruttoinlandsprodukt sogar noch größer sein könnten als bei der Lehman-Krise 2008/2009. Wesentlich für das Wiederanlaufen der Produktion nach dem Abebben der Infektionswelle sind daher die Überbrückungshilfen für die Unternehmen, genauso wie eine flexible Auslegung von Regulierungen im Bankensektor. Wichtig ist dabei, dass diese Hilfen unmittelbar zur Verfügung stehen. Wir haben in Deutschland mehr als zwei Millionen Unternehmen mit weniger als zehn Beschäftigten. Die ersticken gerade unter den laufenden Kosten. Kurzarbeit ist hier zwar ein sehr effektives Mittel, aber es muss schnell zur Hand sein, was in der Breite bei aller Effizienz der Behörden schwierig zu bewerkstelligen ist und was umso weniger wirksam ist, je kleiner der Betrieb ist. Es wäre daher zu überlegen, ob in diesem Fall nicht eine pauschale Befreiung von Abgaben für einen begrenzten Zeitraum ausgesprochen werden könnte, um die laufenden Kosten so schnell wie möglich spürbar zu senken. Auch bei der Kreditüberbrückung ist Geschwindigkeit gefragt. Hier muss im Nachgang die Frage beantwortet werden, die stark im Einzelfall Überbrückungskredite die Bilanz der Unternehmen belasten und inwieweit Kredite in nicht rückzahlbare Hilfen umgewandelt werden müssen.

Dass die Finanzmärkte auf die vielen Hilfsangebote von Regierungen und Staaten nicht zu reagieren scheinen, liegt an einer anderen Unsicherheit: Regierungen und Notenbanken können viel ankündigen, eines aber nicht: das Ende der Infektionswelle. Die Unsicherheit über die Länge der gegenwärtigen Einschränkungen ist es, die den Finanzmärkten die größten Schmerzen bereitet.

„Quarantänemaßnahmen“ bestimmen die wirtschaftliche Entwicklung

Die wirtschaftlichen Konsequenzen hängen gravierend davon ab, wie lange die Einschränkungen gelten. Bleibt es bei einem Zeitraum von etwa vier Wochen, so ist es wahrscheinlich, dass die Rückkehr zur Normalität schnell vonstatten geht. Dauert dieser Zustand aber länger an, womöglich sogar Monate, haben wir hinterher eine andere Wirtschaft als vorher.

Wir haben für Deutschland verschiedene Konjunkturverläufe simuliert und dabei für das zweite und die Folgequartale in Abhängigkeit von zwei elementaren Faktoren Setzungen vorgenommen: dem Ausmaß der Quarantänemaßnahmen und deren Dauer. Denn es deutet sich immer stärker an, dass die Quarantänemaßnahmen

umfassender und langwieriger werden könnten als bisher gedacht. Dabei wurden die Szenarien nach der Stärke des Wirtschaftseinbruchs – gemessen an der Abweichung zum Vor-Corona-Szenario und nach der Geschwindigkeit des Aufholprozesses im zweiten Halbjahr unterteilt.

So führt etwa ein 15-prozentiger Einbruch der Wirtschaftsleistung im zweiten Quartal zu einem Rückgang der deutschen Bruttowertschöpfung im Gesamtjahr 2020 um 2,7 Prozent, wenn im dritten Quartal wieder eine vollständige Normalisierung stattfindet, also die Auslastung wieder auf das Niveau von vor Corona zurückkehrt. Wird jedoch nur eine Erholung auf 50 Prozent der normalen Wirtschaftsleistung erreicht, so belaufen sich die Einbußen für die deutsche Volkswirtschaft auf 4,5 Prozent.

Abb. 1 Szenarien für Deutschland (Veränderung des Bruttoinlandsprodukts 2020 ggü. 2019, in %)

Szenarien	BWS-Abweichung Q2	Aufholung in Q3			
		(A)	(B)	(C)	(D)
		100%	89%	50%	33%
(1)	7%	-0.8	-1	-1.7	-2
(2)	12%	-1.9	-2.2	-3.3	-3.8
(3)	15%	-2.7	-3.1	-4.5	-5.1
(4)	17%	-3.3	-3.8	-5.5	-6.2

Quellen: Destatis, Prognose DekaBank; BWS: Bruttowertschöpfung.

Schon ein ursprünglicher Rückgang im zweiten Quartal von 17 statt 15 Prozent bedeutet bei vollständiger Normalisierung der Wirtschaft im dritten Quartal eine jahresdurchschnittliche Schrumpfung um 3,3 % oder einen Verlust von 151 Mrd. EUR gegenüber dem Vor-Corona-Szenario. Beträgt dann die Erholung im dritten Quartal nur 50 Prozent, beläuft sich die Schrumpfung auf 5,5 % und der Verlust auf 227 Mrd. EUR im Gesamtjahr 2020. Das negativste Szenario in dieser Matrix mit einem Einbruch um 17 Prozent im zweiten Quartal und nur einer sehr schleppenden Produktionswiederaufnahme im dritten Quartal würde einen Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 6,2 Prozent und einen Verlust von 251 Mrd. EUR bedeuten.



Ausgabe 1.1/2020 – Donnerstag, 19. März 2020

Abb. 2 Szenarien für Deutschland (Verlust gegenüber dem Vor-Corona-Szenario, in Mrd. €)

BWS- Abweichung Q2	Szenarien	Aufholung in Q3			
		(A)	(B)	(C)	(D)
		100%	89%	50%	33%
(1)	7%	-65	-72	-96	-106
(2)	12%	-103	-113	-151	-168
(3)	15%	-131	-144	-192	-213
(4)	17%	-151	-168	-227	-251

Quellen: Destatis, Prognose DekaBank; BWS: Bruttowertschöpfung.

Diese Zahlen zeigen die starke Sensitivität der wirtschaftlichen Konsequenzen gegenüber dem weiteren Verlauf der Corona-Pandemie und verdeutlichen, wie eminent wichtig es ist, die wirtschaftlichen Einschränkungen zeitlich so kurz wie möglich zu halten. Die Ausbreitung des SARS-CoV-2-Virus muss schnellstmöglich gestoppt werden.

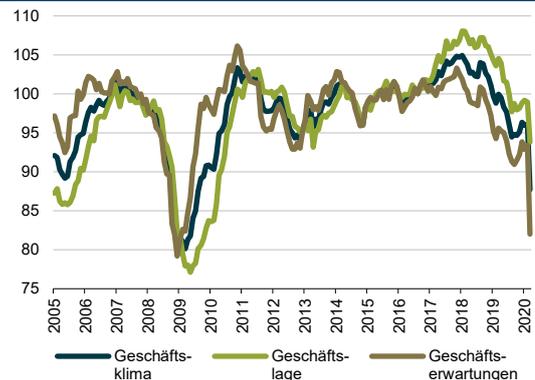
Nach den neuesten Entwicklungen erscheint uns gegenwärtig das Szenario am wahrscheinlichsten, bei dem sich die Belastungen für die Konjunktur bis in den Mai hineinziehen. Damit gehen gegenüber dem Vor-Corona-Szenario ca. 15 % der Wirtschaftsleistung verloren, große Teile dieses Verlusts dürften aus der Industrie und dem Wirtschaftsbereich „Handel-Gastgewerbe und Verkehr“ stammen. Der Produktionsausfall des zweiten Quartals wird annahmegemäß jeweils zur Hälfte im dritten und vierten Quartal nachgeholt wird. In diesem Szenario sollte das Bruttoinlandsprodukt in Deutschland im Jahr 2020 um 4,5 % schrumpfen.

Auch für die anderen Regionen haben wir unsere Einschätzungen noch einmal in ähnlichem Ausmaß nach unten angepasst. Wir erwarten nun im Gesamtjahr 2020 für Euroland eine Schrumpfung des Bruttoinlandsprodukts von 4,3 % und für die USA um 1,0 %.

Historischer Absturz des ifo Geschäftsklimas

Heute Vormittag rückten die Daten mit dem historischen Einbruch des ifo-Geschäftsklimas der Realität etwas näher. Die bislang veröffentlichten Wirtschaftsdaten hatten sich jeweils immer noch auf einen Zeitraum erstreckt, in dem das ökonomische Corona-Desaster noch nicht absehbar bzw. zu spüren war. Wir sprachen daher von der Inkubationsphase. Jetzt wird die Infektion der deutschen Wirtschaft mit dem Coronavirus mehr als deutlich. Die Geschäftserwartungen der deutschen Unternehmen haben sich geradezu pulverisiert. Der Rückgang der Lageeinschätzung und des Geschäftsklimas insgesamt waren etwas geringer, aber nicht minder dramatisch. Die Rückgänge übertrafen die in der globalen Finanzkrise 2008/2009 bei weitem.

Abb. 3 ifo Geschäftsklima (Indexpunkte)



Quellen: ifo, DekaBank.

Die Unternehmensstimmung kollabierte mit Ausnahme der Bauwirtschaft (leichterer Rückgang) in allen Wirtschaftsbereichen (Industrie, Handel, Dienstleister).

Was Brexit und Handelsstreit nicht geschafft hatten, vollbringt ein mikroskopisch kleiner Virus: Deutschland, Europa und die Weltwirtschaft stürzen in eine massive Rezession. Es bleibt zu hoffen, dass diese harte Phase schnell vorübergeht, um dann in eine kraftvolle Erholung zu münden.



Ausgabe 1.1/2020 – Donnerstag, 19. März 2020

Autoren:

Dr. Ulrich Kater
Tel.: (069) 7147-2381
ulrich.kater@deka.de

Joachim Schallmayer
Tel.: (069) 7147-3807
joachim.schallmayer@deka.de

Dr. Andreas Scheuerle
Tel.: (069) 7147-2736
andreas.scheuerle@deka.de

Impressum: <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

Rechtliche Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbar, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.