



## Dr. Michael Heise

### Macroadvisors/HQ Trust

Dr. Michael Heise ist Chefökonom bei HQ Trust. Der promovierte Volkswirt zählt zu den bekanntesten Volkswirten im deutschsprachigen Raum. Bis 2019 war er Chefvolkswirt und Leiter des Group Centers Economic Research der Allianz SE sowie ehemaliger Generalsekretär des Sachverständigenrates zur Begutachtung der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. Er studierte und promovierte an der Universität zu Köln, ist Autor mehrerer volkswirtschaftlicher Bücher und lehrt als Honorarprofessor an der Goethe-Universität in Frankfurt am Main insbesondere zur Geld- und Währungspolitik.

# Aktuelle Kapitalmarktoptionen in der Corona-Pandemie

Für die Kapitalmarktentwicklung der kommenden Wochen dürfte es weiterhin entscheidend sein, ob es zu einer Verlangsamung der weltweiten Neuinfektionen kommt und wie die Entwicklung in den USA verläuft. Von dem Verlauf der Pandemie hängt es ab, wie intensiv und wie lange das öffentliche Leben heruntergefahren werden muss, um eine Überforderung der Gesundheitssysteme in den jeweiligen Ländern zu verhindern. Solange der sogenannte „lockdown“ anhält, werden die Volkswirtschaften nur auf Notbetrieb laufen, was erhebliche Einbußen an Beschäftigung, Produktion und Wohlstand nach sich zieht. Sollte der Höhepunkt der Infektionskurven erreicht werden, besteht die Aussicht, dass einzelne Länder allmählich zur Normalität zurückkehren können. Für die Finanzmärkte wird dann die Frage relevant, wie stark die Erholung der Wirtschaft ausfallen wird.

### Das Abflachen der Kurve

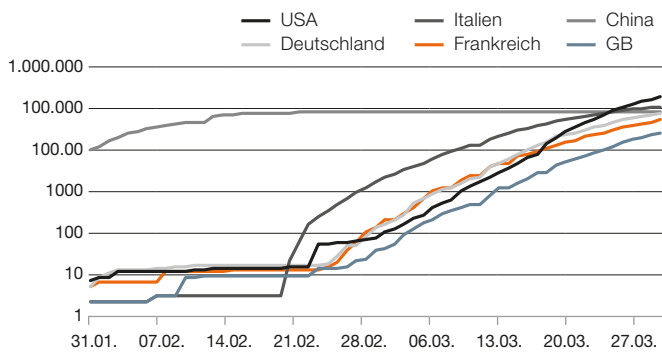
Während es China und manchen anderen asiatischen Ländern bereits gelungen ist, die Infektionskurven abzuflachen, steigt weltweit die Anzahl der täglichen Neuinfektionen weiter an. Die Zuwachsrate ist etwas gesunken, aber nach wie vor haben wir es mit exponentiellem Wachstum zu tun (Abbildung 1). In den

Vereinigten Staaten von Amerika verdoppeln sich die Infektionszahlen derzeit in nur wenigen Tagen. Mitte April lagen die täglichen Wachstumsraten der Infizierten noch bei rund 4 %.

In Europa, wo die staatlichen Ausgangsbeschränkungen und andere Gegenmaßnahmen schon etwas früher gegriffen haben, flacht sich der Anstieg der Neuinfektionen langsam ab. In Italien und in Spanien liegen die täglichen Wachstumsraten inzwischen im unteren einstelligen Bereich, und auch in Deutschland waren Mitte April Wachstumsraten von rund 2 % zu verzeichnen. Daher besteht Anlass zu der Hoffnung, dass Quarantänemaßnahmen, Ausgangsbeschränkungen und die temporäre Schließung von Geschäften allmählich wirken.

Die Unsicherheit wird allerdings sehr hoch bleiben, solange die Anzahl der tatsächlich Infizierten nicht mal geschätzt werden kann. Dies wird sich erst ändern, wenn genügend Tests sowohl für akut Erkrankte als auch für ehemals Infizierte durchgeführt werden können. An serologischen Schnelltests zum Nachweis von Antikörpern im Blut wird vielerorts mit Hochdruck gearbeitet. Solche Tests werden uns ein viel solideres Bild der tatsächlichen Ausbreitung des Virus in der Bevölkerung geben. Diese Sicherheit, zusammen mit einer Abnahme der Anzahl der an Covid-19 Erkrankten, wäre die Voraussetzung für eine Lockerung der Restriktionen.

1 | Zahl der bestätigten Fälle in logarithmischer Darstellung (Angaben vom 31. März 2020)



Quelle: Center for Systems Science and Engineering at Johns Hopkins University

Unter günstigen Bedingungen, könnte sich die Lage potenziell schnell verbessern, denn exponentielle Funktionen wirken in beide Richtungen. Gelingt es, die Ansteckungsrate der Infizierten unter 1 zu senken, wird der Bestand an Erkrankten rasch zurückgehen. China ist dies offenbar gelungen. Im Laufe des Monats März ist der Bestand an aktiv Infizierten von rund 60.000 auf weniger als 5.000 gesunken. Auch in einigen italienischen Regionen, die von der Außenwelt abgeschottet wurden, etwa der Provinz Lodi, ist der Bestand an Erkrankten sehr rasch zurückgegangen.

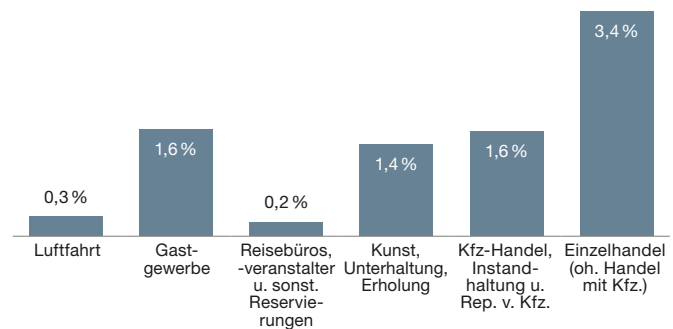
Insofern erscheint es gerechtfertigt, von einer Abflachung der Infektionswelle in den nächsten Wochen auszugehen. Diese Annahme liegt den meisten Basisszenarien zugrunde, mit denen Investoren und Forschungsinstitute die konjunkturellen Auswirkungen abzuschätzen versuchen. Eine weitere Besserung der Lage könnte in den kommenden Monaten dadurch erreicht werden, dass die weltweiten Forschungsanstrengungen zur Entwicklung von Medikamenten und Impfstoffen Fortschritte machen, was signifikant zur Eindämmung der Pandemie beitragen könnte.

Wie stark sind die wirtschaftlichen Einschnitte durch die Corona-Krise?

Selbst im Fall einer baldigen Überwindung der Infektionsdynamik ist mit einer starken weltweiten Rezession im ersten Halbjahr 2020 zu rechnen. Konjunkturprognostiker haben ihre Vorhersagen im März nahezu täglich nach unten korrigiert. Für Deutschland wurden dabei auch Szenarien mit zweistelligen Minusraten für das Bruttoinlandsprodukt im Jahr 2020 in die Diskussion gebracht. Es stellen sich zwei Fragen: Wie tief ist der Einschnitt durch die Teilstillegung wirtschaftlicher Aktivität? Und wie steil oder flach wird die Erholung, nachdem der Tiefpunkt überwunden ist? Selbst in einem milden Szenario, in dem die wirtschaftliche Aktivität in Deutschland für nur zwei Monate auf 75 % des normalen Niveaus zurückgeht und danach wieder auf 100 % hochschnellt, würden wir eine Rezession von - 4 % im Jahr 2020 erleiden. Sänke das Produktionsniveau über zwei Monate auf 60 % ab, läge der jahresdurchschnittliche Wachstumsverlust bereits bei - 7 Prozentpunkten.

Eine grobe Abschätzung zeigt allerdings, dass die Annahme eines Aktivitätsniveaus von 75 % ausreichend ist, um die Folgen der Teilstillegung der Wirtschaft abzubilden. Die leeren Straßen und die geschlossenen Restaurants, der Stillstand des Flugverkehrs und die Schließung der meisten Einzelhandelsgeschäfte und persönlicher Dienstleistungsunternehmen vermitteln das Bild, dass alle wirtschaftlichen Räder stillstehen. Für die betroffenen Unternehmen sind die Auswirkungen auch dramatisch. Für die Gesamtwirtschaft ist der Ausfall jedoch nicht so hoch, wie man denken könnte. Tatsächlich machen die Bereiche, die weitgehend stillgelegt sind, rund 10 % der gesamtwirtschaftlichen Wertschöpfung aus (ABBILDUNG 2), wobei der Lebensmittelhandel und Online-Handelsunternehmen sogar hohe Umsätze generieren. Man muss also schon einen erheblichen Produktionsrückgang in der Industrie und in wirtschaftsnahen Dienstleistungen unterstellen, um auf 75 % zu landen.

2 | Wertschöpfungsanteile von weitgehend stillgelegten Branchen



Quelle: HQ Trust

Ist die Erholung ein V, U oder L ?

Die Rezession, in der wir uns befinden, ist mit früheren Konjunkturzyklen nicht vergleichbar, denn sie ist das Ergebnis staatlicher Maßnahmen, die zur Eindämmung der Virus-Pandemie erforderlich sind. Werden die Ausgangsbeschränkungen gelockert und Geschäfte wieder geöffnet, ist mit einem kräftigen Wiederanstieg der Produktion zu rechnen. Bei der Betrachtung einzelner Länder wird die Entwicklung einer V-Formation ähneln, auch wenn der rechte Schenkel des V etwas flacher ist und nicht ganz so schnell auf das alte Niveau hoch geht, wie es vorher abwärts ging. In manchen Branchen wie dem Gastgewerbe, der Touristik, dem Verkehrssektor, persönlichen Dienstleistungen wird das Gesamtjahr sehr schwach ausfallen, weil der Konsum hier nicht oder nur sehr begrenzt nachgeholt werden dürfte. In anderen Branchen, die Verbrauchsgüter und dauerhafte Konsumgüter herstellen, wird es einen deutlichen Nachholeffekt geben. So sollte die Nachfrage nach Möbeln, Bekleidung, Haushaltsgeräten, Elektronik oder Baumarktartikeln nach wochenlangen Geschäftsschließungen deutlich anspringen. Für Hersteller von Hygiene-, Medizin- und Pharmaprodukten dürfte das Jahr ohnehin recht gut verlaufen. Längerfristig dürften strukturelle Veränderungen im Nachfrageverhalten sichtbar werden. So ist damit zu rechnen,



dass Heimarbeit, Video- und Telefonkonferenzen die Büroanwesenheit und berufliche Reisetätigkeit vermindern, dass weite Privatreisen eher abnehmen, dass in vielen Bereichen digitale Angebote stärker genutzt werden und mehr Bewusstsein für lokale Produktion entsteht. Diese Veränderungen werden einen Wandel der Wirtschaftsstruktur nach sich ziehen.

Auch wenn es in einzelnen Ländern zu einer V-förmigen Erholung kommt, wie es in China bereits zu beobachten ist, heißt das nicht, dass die Weltwirtschaft schon bald wieder ein gewohntes Wachstumstempo vorlegen wird. In den USA liegt die wirtschaftliche Erholung noch ein Stück weiter in der Zukunft und könnte sich in die zweite Jahreshälfte hineinziehen. Auch ist es derzeit noch nicht abzusehen, wie stark die Schwellenländer vom Virus betroffen sein werden. Große Länder wie die Türkei oder Brasilien scheinen erst am Anfang der Pandemie zu stehen. In vielen ärmeren Ländern werden Regierungen nicht die Möglichkeit haben, einen wirtschaftlichen Schock durch Konjunkturprogramme und direkte Unterstützungsmaßnahmen abzufedern.

Die weltwirtschaftliche Entwicklung dürfte daher eher einem U-förmigen Verlauf folgen und erst im Laufe des zweiten Halbjahres und 2021 zulegen. Entscheidend für die Stabilisierung und die Erholung der Kapitalmärkte ist indessen, dass sich die temporäre Krise nicht zu einer lang anhaltenden Stagnation auswächst, also das U nicht zum L wird. Dies ist in erster Linie abhängig von den Maßnahmen der Wirtschaftspolitik zur Überbrückung der Krise. Viele Regierungen haben bereits rasch und entschlossen gehandelt. Die Rettungsprogramme unterscheiden sich von Land zu Land und werden vielerorts noch nachgebessert und vergrößert werden müssen, aber sie zeigen doch weltweit eine Bereitschaft der Politik, massiven Schaden für die Arbeitnehmer und die Wirtschaft abzuwenden.

In Deutschland sind aufgrund der soliden Haushaltslage der öffentlichen Hand sehr weitreichende Stützungsmaßnahmen für die Arbeitnehmer und Unternehmen angekündigt worden (Tabelle). Ein Anstieg der Arbeitslosigkeit und der Insolvenzen wird sich dadurch nicht vollständig vermeiden lassen. Die Maßnahmen sollten aber ausreichen, damit aus dem Abschwung keine langfristige Stagnation wird.

### Durchgreifende Erholung der Kapitalmärkte mit Wiederanlaufen der Wirtschaft

Nach den historischen Verlusten bis Ende März signalisiert die jüngste Stabilisierung der Finanzmärkte eine gewisse Zuversicht, dass die Infektionskurven in wichtigen Ländern flacher werden und in nicht allzu ferner Zukunft eine Lockerung der staatlichen Ausgangsbeschränkungen möglich sein wird. Die Märkte erwarten offenbar keine lang anhaltende Rezession. Wenn gleich solche Einschätzungen nachvollziehbar und begründbar sind, werden dennoch in den kommenden Wochen regelmäßig negative Schlagzeilen über die Pandemie und die wirtschaftlichen Folgen zu wiederholten Bewertungskorrekturen führen. Meldungen über enorme Beschäftigungsverluste und drohende Pleitewellen werden sich mit hoffnungsvollen Nachrichten über das Ende von Ausgangsbeschränkungen oder über Fortschritte bei der Entwicklung von Medikamenten abwechseln.

## 3 | Rettungsmaßnahmen in Deutschland

### Mittel für Gesundheitspolitik

- Sicherung der Gesundheitsversorgung
- Pandemiebekämpfung

### Stabilisierung der Einkommen

- Überbrückungshilfen für Kleinunternehmen/  
Solo-Selbstständige/ Freiberufler
- Familien

### Liquiditätshilfen

- Gründung Wirtschaftsstabilisierungsfonds
- KfW-Hilfsprogramm für Selbstständige, Freiberufler,  
(mittelständische) Unternehmen
- steuerliche Hilfsmaßnahmen
- vereinfachter Zugang zu Kurzarbeitergeld

Quelle: HQ Trust

Ein erneuter Absturz der Märkte, wie er Ende Februar einsetzte, ist unter diesen Annahmen wenig wahrscheinlich. Vielmehr dürfte eine Phase der Unsicherheit bevorstehen, in der die Märkte einen Wechsel zwischen Bangen und Hoffen durchleben. In dieser Phase ist es verfrüht, weitreichende Entscheidungen über strategische Vermögensallokation zu treffen. Da aber durch die Kursverluste in vielen Marktsegmenten, nicht allein bei Aktien, sondern auch bei Unternehmensanleihen und Schwellenländeranleihen, wieder recht hohe Risikoprämien entstanden sind, ist es für langfristig orientierte Anleger sinnvoll, die Bestände an Aktien und anderen Risikoanlagen schrittweise wieder aufzustocken.

Bei sicheren Staatsanleihen ist dagegen kaum eine positive Rendite zu erwarten. Wir stehen vor einer gewaltigen Verschuldungswelle durch die staatlichen Rettungsprogramme, die eine Flut von Emissionen auslösen wird. Die Zentralbanken werden ihre Bestände an Staatsanleihen zwar deutlich aufstocken. Gleichzeitig werden sie aber nicht jedweden Zinsanstieg verhindern können. Das gilt insbesondere, weil die Krise das Inflationsniveau kurzfristig erhöhen dürfte, da das Angebot an Gütern durch Störungen im Produktionsablauf eingeschränkt wird, während die Nachfrage durch die Maßnahmen der Regierungen und durch Nachholeffekte beim Konsum deutlich steigen dürfte. Die Inflation wird sich aber bald wieder abflachen, sobald die Regierungen die Konsolidierung ihrer hohen Staatsdefizite angehen und der Abbau der Arbeitslosigkeit Druck auf die Lohnabschlüsse ausübt. Auch in den kommenden Jahren wird die durch die Geldpolitik nochmals erhöhte Liquidität weniger in einer Konsumentenpreis-inflation als in einer Vermögenspreis-inflation münden. In dieser Hinsicht dürfte sich die Welt nach Corona wenig von der Welt vor Corona unterscheiden.