



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

12. März 2020

### In starken Turbulenzen

*Liebe Kundinnen und Kunden, sehr geehrte Damen und Herren,*

*neben der weiteren Verbreitung des Coronavirus hat der Einbruch des Ölpreises in den vergangenen Tagen die Abwärtsbewegung an den Börsen verstärkt. Selten zuvor sind die Aktienkurse in solch einer Geschwindigkeit gesunken. Es kommt vielen von uns schon länger vor, aber es ist erst drei Wochen her, dass die meisten Indizes auf historischen Höchstständen notierten. Der DAX ist in kurzer Zeit von fast 13.800 auf rund 9.200 Punkte eingebrochen, den meisten anderen Indizes erging es nicht besser. In den von uns verwalteten Portfolios haben wir die Aktienquote seit dem 24. Februar in mehreren Schritten reduziert. Dies konnte die Verluste zumindest etwas abfedern.*

*Wir alle erleben derzeit außergewöhnliche Zeiten. Das persönliche Wohlergehen, sowohl die eigene Gesundheit als auch die der Familie und der Freunde haben jetzt den höchsten Stellenwert. Die Prognose von Konjunkturverläufen, Zinsentwicklungen und Aktienmarkt-bewegungen tritt in diesen Tagen in den Hintergrund und wird für viele Menschen zweitrangig. Dennoch wollen wir auch jetzt für all diejenigen da sein, die sich fragen, wie es mit der Wirtschaft und den Kapitalmärkten weitergeht.*

*Meine Kolleginnen und Kollegen im Asset Management und im Private Banking stehen Ihnen als Ansprechpartner weiterhin jederzeit zur Verfügung. Die Bank hat alle notwendigen Vorkehrungen getroffen, damit wir Ihnen immer den Service liefern, den Sie von uns erwarten und*

*gewohnt sind. Dies gilt auch für den Fall, dass sich die aktuelle Lage verschlimmert. Wer von Ihnen derzeit nicht den direkten persönlichen Kontakt wahrnehmen möchte, erreicht uns per Telefon, Email oder Webkonferenz. Wer sich hinsichtlich der Kapitalmarktentwicklungen auf dem Laufenden halten möchte, kann uns im Internet, über unseren YouTube-Kanal oder auch bei LinkedIn folgen. Zögern Sie bitte nicht, uns bei Fragen direkt anzusprechen.*

*Ihr Carsten Klude*

Unsere Konjunktur- und Kapitalmarktprognosen müssen momentan in kürzester Zeit überarbeitet werden. Nachdem wir die Erwartungen schon zu Beginn des Monats nach unten angepasst haben, veranlassen uns die aktuellen Entwicklungen zu einer noch vorsichtigeren Einschätzung. Doch weiterhin gilt, dass alle Prognosen im Moment mit sehr großen Unsicherheiten behaftet sind. Das liegt daran, dass die im Moment verfügbaren Daten – von sehr wenigen Ausnahmen abgesehen – die sich abzeichnenden Konjunkturreffekte der Quarantänemaßnahmen, Reisebeschränkungen und Lieferkettenverzögerungen nur unzureichend widerspiegeln. Hinzu kommt der Ölpreiskollaps, der durch den Preiskrieg zwischen Saudi-Arabien und Russland ausgelöst wurde.

Alles in allem ist die Wahrscheinlichkeit, dass es in diesem Jahr zu einer globalen Rezession kommen wird, in den vergangenen Tagen deutlich angestiegen. Mittlerweile befindet sich beispielsweise fast ganz Italien im Ausnahmezustand, da die Regierung abgesehen von

Lebensmittelgeschäften, Apotheken und Drogerien die landesweite Schließung aller übrigen Geschäfte verfügt hat. In den USA hat Präsident Trump ab nächstem Samstag ein 30-tägiges Einreiseverbot für alle Reisenden aus dem europäischen Schengen-Raum angeordnet. In Deutschland werden alle Großveranstaltungen abgesagt, und immer mehr Schulen und Kitas werden geschlossen. Ähnlich sieht es in Japan aus, wo es immer wahrscheinlicher wird, dass die Olympischen Sommerspiele abgesagt oder verschoben werden. Viele Volkswirtschaften trifft diese Entwicklung zur Unzeit, da die Weltwirtschaft aufgrund der Verlangsamung des Welt Handels, der von den USA ausgehenden Handelsstreitigkeiten und des Brexits ohnehin in einer Schwächephase steckt. Die sich Anfang des Jahres abzeichnende Konjunkturerholung ist damit vom Tisch. Länder wie Japan, Italien und Deutschland, die schon vor dem Ausbruch des Coronavirus in wirtschaftlichen Schwierigkeiten steckten, werden eine zumindest „technische“ Rezession nicht mehr verhindern können.

Für Deutschland gehen wir davon aus, dass es im ersten Quartal zu einer leichten und im zweiten Quartal zu einer deutlichen wirtschaftlichen Kontraktion kommen wird. Käme es ab dem Sommer zu einem Rückgang der Neuinfektionen, könnte es im dritten Quartal zu einem leichten und in Q4 zu einem stärkeren konjunkturellen Aufholeffekt kommen. Erst im nächsten Jahr wird sich die Wirtschaft dann aber wieder vollends von dem Angebots- und Nachfrageschock erholen. In diesem Szenario kommt es zu einem BIP-Rückgang von 0,5 Prozent im Jahr 2020 (-0,2 Prozent nicht kalenderbereinigt), gefolgt von einem Wachstum im Jahr 2021 von 1,7 Prozent. Allerdings weiß im Moment niemand, wie lange die Pandemie anhalten wird. Für die Eurozone ergibt sich in diesem Szenario ein BIP-Rückgang von 0,4 Prozent in diesem und einem Zuwachs von 1,8 Prozent im nächsten Jahr. Für die USA gehen wir dagegen bislang nicht von einer Rezession aus. Nach einer ungefähren Stagnation in Q1 rechnen wir bislang nur für das zweite Quartal mit einer rückläufigen Wirtschaftsleistung. In diesem Jahr würde das reale Bruttoinlandsprodukt um 0,9 und 2021 um 2,1 Prozent ansteigen. Die große Unbekannte stellt hier aber der Ölpreis dar. Je länger dieser auf dem derzeitigen Niveau verharrt (oder sogar noch fällt), desto gravierender sind die negativen Folgen für die US-Frackingindustrie. Kommt es nicht zu einer Erholung des Ölpreises muss man mit

deutlich sinkenden Investitionen und somit einem schwächeren Wirtschaftswachstum rechnen.

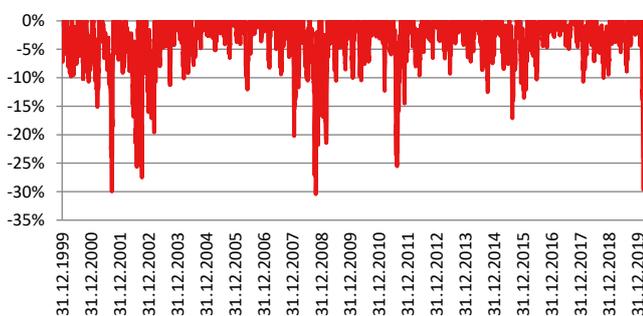
Die Notenbanken haben auf die drohende wirtschaftliche Abschwächung mit Zinssenkungen und Liquiditätshilfen reagiert. Die US-amerikanische Federal Reserve und die Bank of England haben den Leitzins um 50 Basispunkte gesenkt. Die EZB hat zwar das Volumen ihres Anleiheaufkaufprogramms bis zum Jahresende um 120 Milliarden Euro erhöht und weitere Liquiditätsmaßnahmen (LTROs und noch günstigere Bedingungen für die schon beschlossenen TLTRO III-Maßnahmen) beschlossen, jedoch trotzdem die Markterwartungen enttäuscht.

Im Unterschied zu früheren geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen sind diese an der Börse bislang verpufft. Das ist zum einen darauf zurückzuführen, dass es sich beim Coronavirus um ein gesundheitspolitisches Problem handelt, das nicht durch niedrigere Zinsen kuriert werden kann. Erst wenn das Virus eingedämmt ist, kann die Geldpolitik ihre Stärken ausspielen. Zum anderen könnte es sein, dass viele Marktteilnehmer die generelle Wirksamkeit der Geldpolitik mittlerweile anzweifeln, schließlich sind die Zinsen schon so niedrig wie niemals zuvor. Käme es also trotz einer expansiveren Geldpolitik der Notenbanken zu einer Rezession, wäre es falsch für Anleger wie sonst üblich nach dem Motto „buy the dip“ zu verfahren. Denn in einer Rezession kommt es normalerweise zu einem starken Rückgang der Unternehmensgewinne und deswegen zu stark fallenden Aktienkursen. Das Argument, dass Aktien aufgrund des Kursverfalls günstig geworden sind, ist zudem sehr fragwürdig. So sieht das aktuelle DAX-KGV von 11,2 zwar relativ attraktiv aus, doch haben sich die Gewinnsschätzungen der Unternehmensanalysten seit der Zuspitzung der Coronakrise kaum bewegt. Die Prognosen für die DAX-Gewinne in diesem Jahr sind um zwei Prozent und die für die Gewinne im nächsten Jahr um ein Prozent gesunken. Immer noch wird mit Gewinnsteigerungsraten von zehn bzw. dreizehn Prozent gerechnet. Dies dürfte aber eine Illusion sein. In den Rezessionen von 1993, 2001 und 2008 sind die Gewinne dagegen jeweils um 40 Prozent und mehr eingebrochen. Auch wenn wir ein solches Szenario derzeit nicht erwarten, halten wir bei unserem Konjunkturszenario einen Gewinnrückgang von zehn Prozent in diesem, gefolgt von einem Plus von 15 Prozent im nächsten Jahr für möglich. In diesem Fall würde sich aber ein tatsächli-

ches DAX-KGV von 13,6 ergeben. Aktien wären also immer noch vergleichsweise hoch bewertet.

Auch aus rein markttechnischer Perspektive ist die aktuelle Entwicklung an den Aktienmärkten an Dramatik kaum zu überbieten. Selten hat es eine Marktphase gegeben, in der in so kurzer Zeit die Kurse so stark eingebrochen sind. Berechnet man beispielsweise rollierend den Draw-Down gegenüber dem im Vormonat jeweils erreichten Höchststand in den Kursen, dann hat der aktuelle Rückschlag im DAX extreme Dimensionen erreicht.

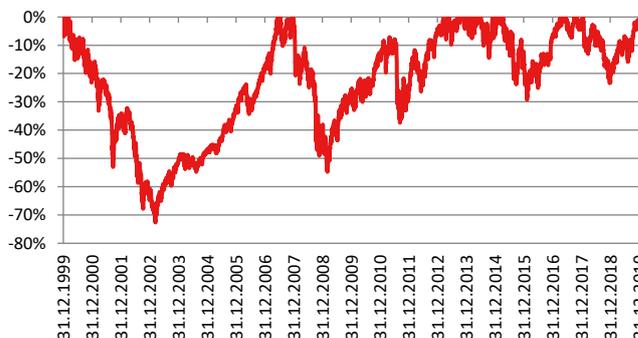
Maximale Draw-Downs im DAX über einen rollierenden 1-Monats-Zeitraum, Stand 12.3.2020



Aus diesem Betrachtungswinkel konnte innerhalb eines Monats tatsächlich nur in der Finanzkrise ein noch stärkerer Rückgang beobachtet werden. Ähnliches gilt für den breiten europäischen Aktienmarkt (gemessen am STOXX 600 Europa) sowie dem breiten US-Aktienmarkt (gemessen am S&P 500). Bei oberflächlicher Betrachtung ließe sich mit Blick auf die obigen Grafiken argumentieren, dass nun das Schlimmste vorbei sein könnte. Tatsächlich gibt es Investoren, die in den letzten Tagen fallende Kurse eher als Chance interpretiert und dementsprechend Positionen aufgebaut haben. Und natürlich ist es wahrscheinlich, dass es nach derart heftigen Rückschlägen zu einer technischen Gegenreaktion kommt. Aus der obigen Draw-Down-Betrachtung kann aber keinesfalls abgeleitet werden, dass nun das Schlimmste an den Kapitalmärkten vorbei ist. Denn Rückschläge können sich auch kumuliert über mehrere Monate erstrecken. Gerade bei systemischen Krisen ist es mehr als wahrscheinlich, dass sich Verluste sukzessive und über eine längere Dauer aufbauen. Nimmt man hier als Referenz die Finanzkrise aus dem Jahr 2008, ist der bisher zu beobachtende Draw-Down sogar noch vergleichsweise harmlos. Denn während der DAX in der Finanzkrise aus der Spitze über 50 Prozent

verlor, liegt der Rückgang derzeit nur bei ca. 30 Prozent. Dabei war die Finanzkrise noch nicht einmal der Worst-Case-Fall für den DAX, denn im Laufe des Platzens der Internetblase zwischen 2000 und 2003 lag der maximale kumulierte Verlust bei über 70 Prozent.

Draw-Downs im DAX, Stand 12.3.2020



Aus diesem Grund warnen wir davor, zu früh in das fallende Messer zu greifen. Auch wenn es sehr viele sehr gute Gründe dafür gibt, dass der kommende Aufschwung an den Aktienmärkten durchaus dynamisch ausfallen könnte – man sollte nicht darauf wetten, dass der Startschuss für die Erholung schon in den nächsten Tagen erfolgt. Die Konjunkturdaten werden sich in den nächsten Monaten verschlechtern, die Zahl der am Coronavirus Erkrankten wird in Europa und in den USA wohl noch eine ganz Zeit lang weiter ansteigen - vielleicht auch deutlich. Viele Marktteilnehmer gehen von einer „v“-förmigen wirtschaftlichen Erholung aus, wenn die Infektionszahlen ihren Höhepunkt überschritten haben, doch dies ist keineswegs sicher.

Die expansiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen sowie der positive Effekt, den der gesunkene Ölpreis für die verfügbaren Einkommen der Privathaushalte bedeutet, dürften aber zumindest für die Kapitalmärkte Argumente liefern, weshalb sich die Konjunktur wieder erholen wird, und das vielleicht schnell. Da Kapitalmärkte normalerweise immer schneller reagieren als die Realwirtschaft, werden Anleger mit einem starken Fokus auf Fundamentaldaten den Wendepunkt an den Märkten wahrscheinlich verpassen. Aus diesem Grund raten wir nicht dazu, alle Aktienanlagen zu verkaufen. Aber noch ist nicht der Zeitpunkt gekommen, an denen die Kurse ihren Tiefpunkt erreicht haben und man die Aktienquote wieder aufstocken sollte.

## Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	12.03.2020 17:08	05.03.2020 -1 Woche	11.02.2020 -1 Monat	11.12.2019 -3 Monate	11.03.2019 -12 Monate	31.12.2019 YTD
<b>Aktienmärkte</b>						
Dow Jones	21398	-18,1%	-26,9%	-23,3%	-16,6%	-25,0%
S&P 500	2514	-16,9%	-25,1%	-20,0%	-9,7%	-22,2%
Nasdaq	7308	-16,4%	-24,2%	-15,6%	-3,3%	-18,6%
DAX	9206	-22,9%	-32,4%	-30,0%	-20,2%	-30,5%
MDAX	20191	-21,4%	-30,8%	-26,2%	-17,8%	-28,7%
TecDAX	2333	-19,9%	-28,2%	-22,9%	-12,6%	-22,6%
EuroStoxx 50	2538	-24,5%	-33,7%	-31,2%	-23,2%	-32,2%
Stoxx 50	2456	-21,7%	-30,0%	-26,2%	-19,4%	-27,8%
SMI (Swiss Market Index)	8185	-19,3%	-26,3%	-21,3%	-12,4%	-22,9%
FTSE 100	5256	-21,6%	-29,9%	-27,2%	-26,3%	-30,3%
Nikkei 225	18560	-13,0%	-21,6%	-20,7%	-12,1%	-21,5%
Brasilien BOVESPA	71009	-30,5%	-38,5%	-36,0%	-27,6%	-38,6%
Russland RTS	966	-27,0%	-37,2%	-34,0%	-17,9%	-37,6%
Indien BSE 30	32778	-14,8%	-20,5%	-18,9%	-11,5%	-20,5%
China Shanghai Composite	2923	-4,8%	0,8%	0,0%	-3,4%	-4,2%
MSCI Welt (in €)	1972	-9,1%	-19,8%	-14,1%	-3,5%	-15,2%
MSCI Emerging Markets (in €)	947	-8,0%	-15,3%	-10,5%	-7,7%	-13,9%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>						
Bund-Future	176,77	-182	251	414	1224	628
Bobl-Future	136,66	46	201	235	413	303
Schatz-Future	112,70	24	69	70	86	80
3 Monats Euribor	-0,47	0	-6	-8	-17	-9
3M Euribor Future, Dez 2020	-0,60	-4	-16	-19	-46	0
3 Monats \$ Libor	0,78	-21	-92	-110	-182	-112
Fed Funds Future, Dez 2020	0,08	-21	-117	-122	-212	-1
10-jährige US Treasuries	0,79	-13	-80	-100	-185	-113
10-jährige Bunds	-0,73	-5	-34	-41	-79	-54
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,06	5	0	-6	-2	-4
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,76	18	-2	-17	-40	-28
US Treas 10Y Performance	704,51	1,0%	7,4%	9,5%	19,9%	10,8%
Bund 10Y Performance	697,37	0,7%	3,7%	4,6%	8,6%	5,9%
REX Performance Index	521,70	4,0%	5,1%	5,2%	6,4%	5,8%
IBOXX AA, €	0,32	25	19	9	-27	2
IBOXX BBB, €	1,13	37	42	25	-53	22
ML US High Yield	7,55	124	163	128	62	151
Wandelanleihen Exane 25	7362	0,0%	-6,6%	-3,2%	3,7%	-3,8%
<b>Rohstoffmärkte</b>						
CRB Spot Index	395,93	-0,8%	-1,7%	0,5%	-4,3%	-1,4%
MG Base Metal Index	271,50	-2,1%	-2,9%	-7,6%	-13,5%	-9,5%
Rohöl Brent	33,30	-35,1%	-38,6%	-47,5%	-49,8%	-49,8%
Gold	1568,35	-5,5%	0,2%	6,6%	21,3%	3,1%
Silber	16,89	-2,7%	-4,1%	0,4%	10,4%	-5,7%
Aluminium	1659,50	-2,6%	-2,9%	-5,2%	-8,7%	-6,8%
Kupfer	5520,75	-2,4%	-3,6%	-9,9%	-14,2%	-10,2%
Eisenerz	89,59	-0,6%	7,5%	-2,7%	6,0%	-2,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	631	5,3%	51,0%	-56,8%	-2,2%	-42,1%
<b>Devisenmärkte</b>						
EUR/ USD	1,1075	-1,0%	1,6%	0,0%	-1,5%	-1,4%
EUR/ GBP	0,8856	2,3%	5,0%	5,3%	3,3%	4,5%
EUR/ JPY	116,90	-2,3%	-2,4%	-2,9%	-6,4%	-4,1%
EUR/ CHF	1,0568	-0,9%	-0,9%	-3,2%	-6,9%	-2,6%
USD/ CNY	7,0282	1,3%	0,9%	-0,1%	4,5%	0,9%
USD/ JPY	104,55	-1,5%	-4,8%	-3,7%	-6,0%	-3,8%
USD/ GBP	0,7999	3,4%	3,5%	5,4%	4,8%	6,0%

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

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
blorenzen@mmwarburg.com

Julius Böttger  
+49 40 3282-2229  
jboettger@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 hierin 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 Speicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.