



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

18. März 2020

### Zur aktuellen Lage

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

*die Lage in der Corona-Krise entwickelt sich weiterhin dynamisch. An den Kapitalmärkten richtet sich der Fokus zunehmend auch auf den Anleihenmarkt, bei dem potenzielle Käufer in eine Art Streik getreten zu sein scheinen und der Handel zunehmend austrocknet. Damit erhält die Krise an den Kapitalmärkten – etwas unbeobachtet von der Öffentlichkeit – eine weitere Facette und lässt die Gesamtsituation noch ein wenig kritischer erscheinen, auch wenn die Aktienmärkte heute keine neuen Allzeittiefs zu erreichen scheinen.*

*Wir werden wie angekündigt versuchen, jeden Tag im Rahmen dieser Publikation eine aktuelle schriftliche Einschätzung zur Lage abzugeben. Videos zu diesem Thema finden Sie zudem auch auf unserem Youtube-Kanal:*

<https://www.youtube.com/channel/UCed941zmPVCXmqpYqCHooDQ>

*Wir hoffen, dass unsere Begleitung etwas Hilfestellung in diesen schwierigen Zeiten leisten kann. Sollten Sie konkrete Fragen haben, können Sie uns gerne schreiben, unsere Kontaktdaten finden Sie am Schluss des Berichtes. Bleiben Sie gesund!*

*Ihr*

*Carsten Klude und Dr. Christian Jasperneite*

Vor zwei Tagen haben wir in „Konjunktur und Strategie“ darauf verwiesen, dass bei den Corona-Fällen in Deutschland, aber vor allem auch in anderen Ländern extreme Dunkelziffern vorzuliegen scheinen. Anders lässt es sich nicht erklären, dass die offiziellen Sterberaten von Land zu Land teilweise absurd unterschiedlich ausfallen. Mit unseren Annahmen kamen wir zu dem Ergebnis, dass trotz eingeleiteter Maßnahmen in Deutschland Mitte April schon deutlich über eine Million Menschen mit dem Virus infiziert sein werden – eine ungeheuer hohe Zahl angesichts der derzeit 8.100 offiziell Erkrankten. Nun hat das Robert-Koch-Institut die Prognose aufgestellt, dass der Wert in 100 Tagen bei zehn Millionen Infizierten liegen könnte, was mit unserer Projektion durchaus kompatibel ist.

Wir haben darauf verwiesen, dass bei diesen Wachstumsraten die Gesundheitssysteme der westlichen Welt selbst bei sehr großen Therapiefortschritten an ihre Grenzen geführt werden und daraus gefolgert, dass weltweit signifikante Einschnitte im gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Leben zu erwarten sein werden – und dies eben nicht für zwei oder drei Wochen, sondern für eine deutlich längere Zeit.

Wie wertvoll es sein kann, Infektionsketten zu unterbrechen oder weitgehend zu unterbinden, zeigen die Erfahrungen mit der Spanischen Grippe. So wurden beispielsweise in St. Louis direkt nach dem Auftreten der ersten Fälle der sog. Spanischen Grippe vergleichsweise drakonische Maßnahmen ergriffen, um das öffentliche Leben zum Erliegen zu bringen. Damit konnte die Ge-

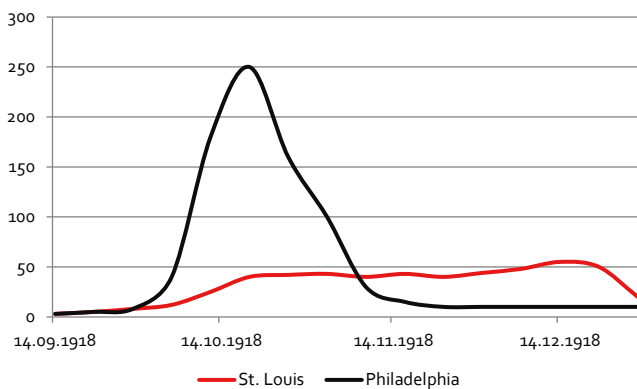
# Konjunktur und Strategie

samtzahl der Toten (relativ zur Größe der Bevölkerung) im Vergleich zu anderen Städten deutlich eingeschränkt werden. Das gelang auch deshalb recht gut, weil die Zahl der Neuinfektionen auf einem Level gehalten wurde, der die Versorgung der Schwerkranken in Krankenhäusern ermöglichte und damit die Sterblichkeit senkte. In Philadelphia war man dagegen extrem zögerlich – viel zu spät reagierte die Stadt mit deutlichen Maßnahmen. Dadurch stieg die Zahl der Infizierten und etwas später die Zahl der Toten sprunghaft an.

Der positive Effekt bestand allenfalls darin, dass man so vergleichsweise schnell eine Massenimmunisierung der Bevölkerung erreichte, sodass ab Mitte November die Todeszahlen fast auf null zurückgingen, während in St. Louis weiter Menschen starben. In der Summe profitierte die Bevölkerung von St. Louis aber von den früh ergriffenen Maßnahmen. Die Sterblichkeit lag in Philadelphia letztlich 65% über dem Wert in St. Louis. Zahlen aus China und Italien lassen vermuten, dass im Fall der Corona-Infektionen die Sterblichkeit um 300% oder mehr steigt, wenn eine hochwertige intensivmedizinische Betreuung aufgrund einer Überforderung des Gesundheitssystems nicht mehr gewährleistet ist.

Umso mehr spricht dafür, dass die Welt versucht, in den kommenden Wochen und Monaten den Weg von St. Louis und eben nicht den Weg von Philadelphia zu gehen. Und genau das passiert gerade. Immer mehr Länder verhängen eine Ausgangssperre, auch Deutschland wird vermutlich in den kommenden Tagen diesen Weg einschlagen.

Entwicklung der Todesfälle während der Spanischen Grippe pro 100.000 Einwohner



Für die Weltwirtschaft ist diese Situation ein Experiment am offenen Herzen, ohne jegliche Erfahrungswerte und historische Analogien. Durch das sukzessive Einfrieren wirtschaftlicher Aktivitäten in nahezu allen

wichtigen Volkswirtschaften erleben wir gleichzeitig einen Angebots- und Nachfrageschock extremsten Ausmaßes.

Einen großen Angebotsschock gab es zuletzt in den Ölpreiskrisen der 1970er Jahre, aber der aktuelle Angebotsschock ist noch viel extremer. Um nur ein Beispiel zu nennen: Innerhalb weniger Tage ist nahezu die gesamte Produktion der deutschen Automobilindustrie zum Erliegen gekommen. Das sind Dimensionen, die sonst nur in Kriegen beobachtet werden können.

Aber zu diesem erheblichen Angebotsschock kommt auch noch ein Nachfrageschock, denn neben gestörten Lieferketten kommt es jetzt auch noch zu einer kollabierenden Nachfrage. Die ganze Sache wird noch dadurch kritischer, dass typische Konjunkturprogramme hier zunächst gar nicht helfen können, denn der Produktions- und Nachfragestopp ist ja letztlich gewollt. Das führt wiederum zu Kreditausfällen und zu Finanzierungsproblemen von Unternehmen und in letzter Konsequenz zu potenziellen Schieflagen bei Banken. Hier rächt es sich ein wenig, dass in den letzten Jahren viele sog. Zombie-Unternehmen entstanden sind, die sich bei extrem günstigen Finanzierungsbedingungen immer und immer wieder über die Runden retten konnten, ohne ökonomisch Substanz aufzubauen, von der man jetzt zehren könnte.

Das wiederum lässt es notwendig erscheinen, gewaltige staatliche Programme mit Überbrückungskrediten und vielleicht auch Helikoptergeld aufzulegen. Da viele Staaten schon vergleichsweise hoch verschuldet sind, kann das wiederum zu einer Keimzelle für eine neue Staatsschuldenkrise werden. Nicht ohne Grund steigen seit einigen Tagen die Renditen von europäischen Staatsanleihen. Es bedarf keiner großen Phantasie sich vorzustellen, dass dies den Weg für sog. Eurobonds ebnet, bei denen alle Länder der Eurozone gemeinsam in die Haftung genommen werden. Das erklärt auch, warum selbst deutsche Bundesanleihen in dieser außergewöhnlichen Krise im Wert fallen – hier wird die perspektivische Belastung durch große Haftungsrisiken eingepreist. Auch die US-Treasuries haben sich angesichts der extremen Zinssenkung der Fed und der schwachen Aktienmarktperformance eher enttäuschend entwickelt und preisen damit extreme Belastungen des US-Staatshaushaltes ein. Und selbst China muss angesichts der dort ebenfalls hohen Verschuldung mit einem kritischen und wachsamem Auge betrachtet werden.

Damit kommen wiederum Notenbanken ins Spiel, die in dieser Gemengelage darauf achten müssen, dass Staaten sich auf jeden Fall zu akzeptablen Konditionen refinanzieren können – whatever it takes.

Spätestens an dieser Stelle wird oft angeführt, dass die Notenbanken ihr Pulver verschossen hätten und zu zahnlosen Tigern geworden seien. Wer das unterstellt, unterschätzt jedoch die Kreativität von Notenbanken. Es gibt noch viele Notprogramme, die in den Schubladen liegen und zur Not über Nacht aktiviert werden können. Und es existieren noch viel mehr Ideen, die ebenfalls sehr schnell Realität werden können, denn Not macht erfinderisch. Wer weiß, vielleicht beginnt die EZB schon in einigen Wochen mit dem Kauf von Aktien. Außerdem sind weitere Zinssenkungen in keiner Weise auszuschließen. Natürlich würde eine weitere Senkung des Einlagenzinses Banken außergewöhnlich belasten, jedoch könnten Kompensationsmaßnahmen diese negativen Effekte ausgleichen.

Ordnungspolitisch wäre all das ein mittelgroßer Albtraum, doch befinden wir uns nicht in einem volkswirtschaftlichen Seminar, in dem Vor- und Nachteile staatlicher Maßnahmen abgewogen werden, sondern in der potenziell schlimmsten Wirtschaftskrise seit der großen Depression von 1929/1930. Da bleibt wenig Raum für akademische Feinheiten. Es lässt sich aus dieser ganzen Gemengelage aber auch etwas Positives gewinnen. Egal was auch immer in den kommenden Wochen an den Märkten noch passieren mag: Gerade weil die Staaten und Notenbanken gerade ihre schwersten verfügbaren Geschütze in Stellung bringen und aus allen Rohren feuern werden kommt zwangsläufig irgendwann der Zeitpunkt, in dem man reale Werte und damit Aktien besitzen muss!!

Für Investoren ergibt sich hier potenziell eine Chance, die man vielleicht nur ein- oder zweimal im Leben hat. Aber noch ist es nicht so weit. Diese Krise wird vermutlich länger dauern, als sich das viele vorstellen können. Derzeit ist alles möglich, und die Lage ist fragil. Es gehört schon sehr viel Mut dazu, jetzt in das fallende Messer zu greifen. Und vermutlich wird der Mut (noch) nicht belohnt. Morgen werden wir uns daher damit beschäftigen, bei welchen Kursniveaus aus bewertungstechnischer Perspektive ein Boden gefunden werden könnte.

Carsten Klude  
+49 40 3282-2572  
[cklude@mmwarburg.com](mailto:cklude@mmwarburg.com)

Dr. Christian Jasperneite  
+49 40 3282-2439  
[cjasperneite@mmwarburg.com](mailto:cjasperneite@mmwarburg.com)

Dr. Rebekka Haller  
+49 40 3282-2452  
[rhaller@mmwarburg.com](mailto:rhaller@mmwarburg.com)

Bente Lorenzen  
+49 40 3282-2409  
[blorenzen@mmwarburg.com](mailto:blorenzen@mmwarburg.com)

Martin Hasse  
+49 40 3282-2411  
[mhasse@mmwarburg.com](mailto:mhasse@mmwarburg.com)

Julius Böttger  
+49 40 3282-2229  
[jboettger@mmwarburg.com](mailto: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 Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.