



## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

20. März 2020

### Zur aktuellen Lage

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

*manchmal gibt es auch gute Nachrichten in der Corona-Krise. Nachdem die Notenbanken rund um den Globus ihre schwersten Geschütze in Stellung gebracht haben und nun – bildlich gesprochen – aus allen Rohren feuern, hat sich die Lage an den Kapitalmärkten etwas beruhigt. Bundesanleihen scheinen sich zu stabilisieren, italienische Staatsanleihen befinden sich nicht mehr im Panik-Modus und auch an den Aktienmärkten geht es leicht bergauf. Das wiederum äußert sich in leicht fallenden impliziten Volatilitäten, die aus Optionspreisen abgeleitet werden und als Krisenbarometer gelten. So weit so gut. Leider zeigt sich bei den Neuinfektionen noch keine Wende zum Besseren. Die Politik reagiert dementsprechend; in immer mehr Ländern werden Ausgangssperren verhängt, auch in Deutschland ist das nun eine mögliche Option. Bayern zeigt mit seiner Ausgangssperre, in welche Richtung die Reise geht. Neue Erkenntnisse führen auch dazu, dass Regierungen ihre Herangehensweise und Strategie in dieser Krise zum Teil komplett neu ausrichten. So haben die Niederlande und auch Großbritannien bisher eher darauf gesetzt, kranke und ältere Personen besonders gut vor Infektionen „abzuschotten“, ansonsten aber in der Bevölkerung auf eine schnelle Massenimmunisierung zu setzen. Diese Strategie wurde nun verworfen. Welche Erkenntnisse zu dieser Entscheidung geführt haben, und welche Implikationen das für Kapitalmärkte haben könnte, lesen Sie in der heutigen Sonderpublikation.*

*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*

Mit den immer zahlreicher vorhandenen Zahlen und Daten aus China, Italien und anderen Ländern zeichnet sich inzwischen ein recht klares Bild hinsichtlich der epidemiologischen Eigenschaften der Corona-Krise ab. Inzwischen spricht vieles dafür, dass wir es mit der schlimmsten Pandemie seit der Spanischen Grippe von 1918/1919 zu tun haben. Damals starben 25 bis 50 Mio. Menschen an dieser Krankheit – bei einer Sterblichkeit, die in etwa auf dem Niveau lag, das auch jetzt zu beobachten ist. Damals konnten mit der Infektion einhergehende Lungenentzündungen und multiples Organversagen weniger gut behandelt werden als heute, aber auch heute gibt es wie damals keinen Impfstoff und kein wirksames Medikament. Realistisch betrachtet wird das auch in den kommenden 12 Monaten so bleiben, so dass

Staaten im Moment nur die Möglichkeit haben, den Infektionsverlauf zu bremsen und einen Kollaps der Gesundheitssysteme zu vermeiden. Käme es zu einem weitreichenden Kollaps, läge die Sterblichkeit u.U. oberhalb dessen, was im Rahmen der Spanischen Grippe beobachtet werden konnte. In diesem Zusammenhang ist es interessant, den Schwenk Großbritanniens und der Niederlande in der Krisenstrategie genauer unter die Lupe zu nehmen. Der ursprüngliche Plan bestand darin, zumindest bei jungen und gesunden Menschen Infektionen eher ungebremst zuzulassen, umso eine Massenimmunisierung zu erzielen. Aus rein theoretischer Perspektive hat diese Vorgehensweise großen Charme: Bei gesunden und eher jungen Menschen ohne Vorerkrankung ist die Sterblichkeit extrem gering. Wenn man davon ausgeht, dass im Laufe der nächsten 12 Monate ohnehin 70% der Bevölkerung von diesem Virus angesteckt werden, könnte man argumentieren, dass dies zumindest bei den Menschen ohne großes Risiko besser schnell erfolgen sollte, da dann eine Massenimmunisierung eintritt, die es wiederum in den Monaten danach für Risikopatienten weniger wahrscheinlich macht, sich überhaupt anzustecken.

Wie gesagt – theoretisch elegant, aber in der Praxis vermutlich nicht umsetzbar. Denn eine perfekte Abkapselung von Risikopatienten bei einer gleichzeitig galoppierenden Infektionswelle unter gesunden und jungen Menschen ist schwer vorstellbar. Nun schließen auch in Großbritannien die Schulen, und U-Bahnen fahren nicht mehr. Ausschlaggebend für den Strategieschwenk war wohl – so ist zumindest der Presse zu entnehmen – eine Studie einer großen Autorengruppe vom Imperial College in London.<sup>1</sup> Die Autoren der Studie gelten als Meister im Simulieren von Infektionswellen und haben dies anhand der vorliegenden Daten für Großbritannien und die USA vorgenommen. Die Ergebnisse sind aber prinzipiell auch auf andere Länder übertragbar.

Wir regen an, die teilweise nicht ganz leichte Lektüre angesichts der Fakten und Überlegungen bei einem Glas Rotwein auf sich wirken zu lassen. Im Kern lässt sich die Aussage auf einen Punkt bringen: Ein „Laufenlassen“ ohne staatliche Eingriffe ist aus Sicht dieser Er-

gebnisse keine Option und würde zu einer sehr hohen Zahl von Toten führen. Aber selbst „milde“ Abschottungsmaßnahmen kommen zu spät und führen zu einem kompletten Zusammenbruch des Gesundheitssystems in den kommenden Wochen, ebenfalls mit vielen Toten.

Damit bestätigen sich unsere Berechnungen, die wir Anfang dieser Woche für viele westliche Länder durchgeführt hatten. Wir haben unsere Projektion allerdings nur für die kommenden vier Wochen vorgenommen, während nun in der britischen Studie ein längerer Zeitraum simuliert wird. Denn eines ist klar: Solange es keinen Impfstoff gibt und solange nicht ein größerer Teil der Gesellschaft über eine Infektion eine Immunisierung aufgebaut hat, so lange wird uns dieser Virus in seinem Bann halten. Für die Arbeitsgruppe um Prof. Ferguson vom Imperial College ist damit mathematisch fast unausweichlich, dass diese Infektionswelle in mehreren Schüben „abgearbeitet“ werden muss. Sobald das Gesundheitssystem Gefahr läuft, an seine Grenzen zu kommen, muss das gesellschaftliche Leben zum Erliegen gebracht werden, bis sich die Verhältnisse in den Krankenhäusern wieder normalisieren. Wenn dann erneut die Fallzahlen ansteigen, muss wiederum für einige Zeit der Ausnahmezustand ausgerufen werden. Nur so kann es überhaupt ansatzweise gelingen, in halbwegs geordneten Bahnen einen Infektionsprozess zu steuern, bei dem am Ende etwa 70% aller Menschen angesteckt wurden.

Und nochmal: Dieser Prozess muss so gesteuert werden, denn ein willentlich in Kauf genommener Kollaps des Gesundheitssystems führt zu einem extremen Anstieg an Toten, auch weil andere Krankheiten nicht mehr hinreichend gut behandelt werden können. In der Veröffentlichung wird ein derartiges „adaptives Auslösen“ von Notstandsmaßnahmen simuliert, bis eine hinreichend gute Immunisierung in der Bevölkerung vorhanden ist. Danach führt die jetzt kommende Infektionswelle zu einer schon fast nicht mehr zu beherrschenden Anzahl von Krankheitsfällen bis Mitte April (wie auch in unseren Berechnungen vom Montag), gefolgt von fünf (!) mildereren Wellen mit temporären Notmaßnahmen für jeweils einige Wochen. Dieser Prozess würde sich bis Ende 2021 hinziehen. Nun unterliegen solche Simulationen natürlich erheblichen Fehlerquellen. Zudem gehen wir davon aus, dass in 12 Monaten ein Impfstoff bereitstehen wird. Das ändert aber nichts an der Grundaussage: Wer glaubt, dass diese Krise in den

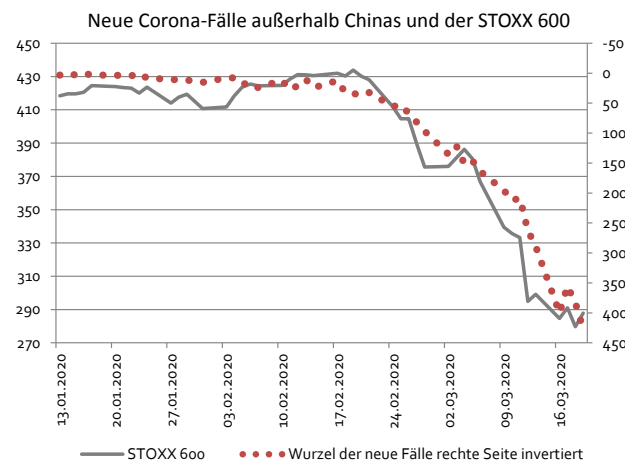
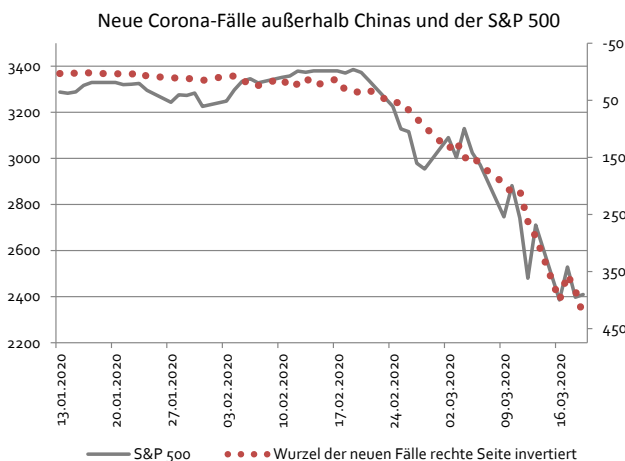
---

<sup>1</sup> Impact of non-pharmaceutical interventions (NPIs) to reduce COVID-19 mortality and healthcare demand. <https://www.imperial.ac.uk/media/imperial-college/medicine/sph/ide/gida-fellowships/Imperial-College-COVID19-NPI-modelling-16-03-2020.pdf>

# Konjunktur und Strategie

kommenden Wochen an Dramatik verliert, hat den Kern der Problematik nicht verstanden.

Zumindest der Aktienmarkt geht mit der Entwicklung auf eine gewisse Weise extrem rational um. Wie unsere Berechnungen zeigen, korreliert der Verlauf der Aktienkurse schon fast gespenstisch gut mit dem Verlauf der Neuinfektionen.



Auf den ersten Blick sind das erschreckende Grafiken, denn sie scheinen zu suggerieren, dass Kurse angesichts der hohen Infektiosität dazu verdammt sind, immer weiter zu fallen. Das muss aber nicht der Fall sein. Denn die Grafik zeigt einen Zusammenhang zwischen den Kursen und den Neuinfektionen und nicht der Gesamtzahl an Infektionen. Geht man davon aus, dass die jetzt getroffenen Maßnahmen in den kommenden Wochen dazu führen, dass die Wachstumsrate der Neuinfektionen zu sinken beginnt und es dann schließlich gelingt, die Zahl der Neuinfektionen zu stabilisieren, würden sich auf Basis der statistischen Zusammenhänge in den obigen Grafiken die Kurse etwa 20% unterhalb der jet-

zigen Kurse stabilisieren. Das erscheint auch vor dem Hintergrund der gestrigen Berechnungen zu Bewertungsaspekten keine abwegige Projektion.

Problematisch ist jedoch die Tatsache, dass viele Marktteilnehmer bisher nicht davon ausgehen, dass es mehrerer sukzessiver *Shutdowns* bedarf, bis diese Krise überstanden ist. Wir bleiben dabei: Optimismus ist eine gute Eigenschaft, aber an Kapitalmärkten ist jetzt eher Realismus gefragt. Und bei realistischer Betrachtung spricht viel dafür, dass die nächsten Wochen und Monate turbulent bleiben werden. Wer allerdings ein wenig die Nerven behält, für den eröffnen sich im Laufe der nächsten Monate Investmentchancen, die man im Leben so vielleicht nur einige Male hat – davon sind wir fest überzeugt. Aber noch ist es nicht so weit.

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.