

# ETF-Newsletter Wertarbeit

## Ausnahmezustand an den Märkten

März 2020

Neue Perspektiven für mein Geld.

**Deka**  
Investments

### Sehr geehrte Anleger\*innen,

„Außergewöhnliche Zeiten erfordern außergewöhnliches Handeln“, so hat EZB-Präsidentin Christine Lagarde die geplanten Anleihekäufe mit einem Volumen von 750 Milliarden eingeordnet. Außergewöhnlich ist auch die außerplanmäßige Korrektur der Prognosen im Makro Research, die unsere Volkswirte in dieser Ausgabe vornehmen. Die Folgen der Corona-Pandemie, so schwer sie heute quantifizierbar sind, werden gravierend sein. Die globale Infektionswelle wirkt ähnlich wie eine Naturkatastrophe – schnell und heftig. Der zeitversetzte weitgehende Shutdown in Asien, Europa und Amerika führt zu einer weltweiten „Blitz-Rezession“, die globalen Wertpapier-Börsen haben die heftigsten Kursrutsche seit der Finanzkrise 2008/2009 verzeichnet. Die Politik hat bereits weitreichende Gegenmaßnahmen aufgeboten, über deren Erfolg nicht zuletzt die Geschwindigkeit der Umsetzung entscheiden dürfte.

Viele Anleger hat der Corona-Schock kalt erwischt, nicht wenige ETF-Investoren haben die Flexibilität des Instruments genutzt und Positionen liquidiert oder zu niedrigen Kursen aufgestockt. Wie unser ETF-Monitor zeigt, ist das europaweit in ETFs investierte Volumen im Februar um 4,1 % auf 898,7 Mrd. gesunken. Während die einen noch mit der Schadensbegrenzung beschäftigt sind, wittern andere im aktuellen Umfeld bereits Wiedereinstiegs-möglichkeiten. So verweist unser Kolumnist Dr. Bernhard Jünemann auf die Investment-legendäre Warren Buffet, der jüngst Fonds auf den marktbreiten S&P 500 gekauft hat – mit langfristigen Potenzialen nach Bewältigung der Corona-Krise.

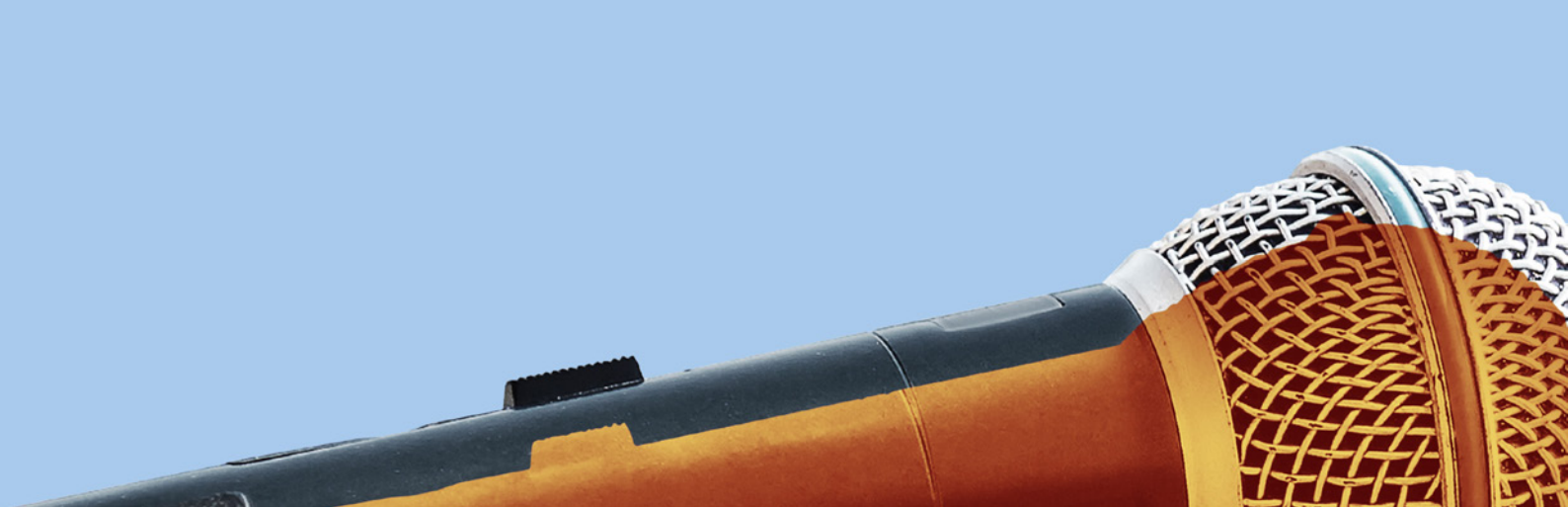


Thomas Pohlmann,  
Leitung Betreuung ETF,  
Deka Investment GmbH

Ihr Thomas Pohlmann

Deka Investment GmbH  
[www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de)

 Finanzgruppe



## Interview

# „Aktive Fonds und ETFs gleichberechtigt“

**ARTS Asset Management, ein Unternehmen der C-QUADRAT-Gruppe in Österreich, wurde 2003 gegründet, konzentriert sich auf Total-Return-Konzepte und hat 2,3 Milliarden Euro Assets under Management. Leo Willert, Gründer, Geschäftsführer und Head of Trading, erläutert die Strategien und den Einsatz von ETFs.**

### **Ein Handelssystem muss sich in allen Marktphasen bewähren. Wie lautet Ihr Fazit nach 17 Jahren?**

In der Tat haben wir in dieser Zeit alle Marktphasen durchlebt und manchmal durchlitten. Unser Total-Return-Handelssystem, trendfolgend und quantitativ, hat sich bewährt. In Phasen, in denen es stabile Märkte und klare Trends gab, zwischen 2003 und 2007 und seit 2009, war das System voll in den Gewinntrades investiert. In Crashzeiten, wie 2008, als der MSCI World mehr als 50 Prozent verlor, hat unser Flaggschifffonds C-QUADRAT ARTS Total Return Global AMI nur 17 Prozent verloren. Und ein Minus von nur 17 Prozent ließ sich auch nach einem Trendwechsel schnell wieder aufholen.

### **Und wann hat es nicht funktioniert?**

Trendfolgesysteme haben in volatilen Seitwärtsmärkten Schwierigkeiten. So war es auch in den Jahren 2011 und 2015. Erinnern wir uns an 2011. Damals verlor Amerika sein Triple-A-Rating und es kam zu einer Verkaufswelle an den Aktienmärkten, verstärkt noch durch einen schwachen US-Dollar. Wir haben die Aktienquoten reduziert, aber gegen Jahresende gab es eine fulminante Erholungsrallye, die wir nicht vollständig mitgemacht haben. So haben wir 2011 mehr verloren als der MSCI World. Dennoch können wir festhalten: Das Modell ist über die Zeit mit den Standard-Aktien- und Standard-Bondmärkten gering korreliert und hat geliefert, was man von ihm erwartet hat.

### **Total-Return-Konzepte gibt es ja viele. Was kann ARTS besser als andere?**

Unser Konzept ist rein quantitativ und daher sehr gut nachvollziehbar. Es basiert auf einem Momentum-Ansatz, der in der wissenschaftlichen Literatur langfristig als eine der erfolgreichsten Strategien gilt. Außerdem nutzen wir dafür ein Universum von etwa 10.000 aktiven und zusätzlich etwa 2.000 passiven Fonds und haben damit auch die Möglichkeit, spezielle Nischentrends zu erkennen und zu nutzen.

### **Was bieten Sie ihren institutionellen und den privaten Kunden?**

Der größte Anteil fällt auf Privatkunden. Auf die sind unsere Produkte zugeschnitten mit Schwerpunkt in Deutschland, Österreich, Belgien, der Schweiz und Osteuropa. Für institutionelle Kunden ist unser Dachfondskonzept nur eingeschränkt attraktiv, da wir uns sehr dynamisch zwischen den Anlageklassen Aktien, Anleihen und Geldmarkt bewegen. Institutionelle Anleger bevorzugen eher Standardprodukte, die sie zudem eins zu eins hedgen können.

### **Welche Anlageklassen und Risikoprofile gibt es? Setzen Sie auch auf Rohstoffe?**

Rohstoffe können wir in Form von diversifizierten UCITS-Fonds in die Portfolios nehmen. Wir konzentrieren uns vor

allem auf Aktien, Anleihen und Geldmarkt. Die Risikoprofile unserer Dachfonds reichen von konservativ bis dynamisch und unterschieden sich vor allem durch die Obergrenzen bei Aktien – und Anleihequoten. Der C-QUADRAT ARTS Total Return Bond investiert nur in Anleihen und wählt aus einem breit diversifizierten Universum von über 1.000 Bondfonds aus. Damit können wir alle Laufzeiten und spezielle Anleihetypen abdecken, also auch Pfandbriefe, Wandelanleihen oder inflationsgeschützte Titel. Dieser Fonds hat seit Auflegung 2003 rund fünf Prozent pro Jahr erreicht, also nicht viel weniger als die Aktientypen. In dynamischen Produkten steuern wir die Quoten je nach Vorgabe, zum Beispiel im C-QUADRAT ARTS Total Return Global AMI zwischen 0 und 100 Prozent. Dieser Fonds hat seit Auflage sechs Prozent pro Jahr erwirtschaftet (Stichtag 20. Februar 2020).

### **Wie wählen Sie zwischen aktiven und passiven Fonds aus?**

Grundsätzlich sind im Handelssystem die zwei Fondskategorien gleichberechtigt. Entscheidend ist immer die relative Stärke auf Basis des Momentums. Allerdings, bei einer Veränderung der Aktienquote greift das Handelssystem vornehmlich auf ETFs zurück. Die sind flexibler zu handeln, und wir können so die Halteperiode der aktiven Fonds deutlich verlängern.

### **Aktive Fonds sind deutlich teurer als ETFs. Wie berücksichtigen Sie das?**

Das Handelssystem funktioniert auf Basis der NAVs, es misst also die Performance, bei der bereits alle Kosten berücksichtigt wurden. Der NAV bietet im Backtest für unser System die geringsten Verzerrungen. Wir kaufen auch die ETFs nur zum NAV, plus die zusätzlichen Handelsgebühren für den Broker.

### **Wie hoch ist der Anteil der ETFs in Ihren Fonds im Durchschnitt? Setzen Sie mehr ETFs ein als früher?**

Wir haben bereits 2006 begonnen ETFs einzusetzen, damals waren ETFs noch ein Nischenprodukt. Außerdem war die Zahl der Produkte noch bescheiden. Heute mit rund 2000 Titel zur Auswahl nutzen wir naturgemäß mehr ETFs. Ihr Anteil in unseren Fonds beträgt im längerfristigen Schnitt rund ein Drittel.

### **Sind darunter auch Smart-Beta-ETFs, also Strategievarianten? Oder konzentrieren Sie sich auf Standardprodukte?**

Das Handelssystem hat Smart Beta ETFs wie auch Spezialitäten im Fokus. Zurzeit ist einer der größten ETF-Positionen ein Produkt mit dem Merkmal Low Volatility. Aber wir setzen auch auf Minimum-Varianz, auf Dividendenstärke oder den Faktor Momentum. Das Handelssystem wählt die Fonds nach den schon erwähnten Kriterien aus.

### **Wie gestalten Sie das Risikomanagement? Verändern Sie nur die Aktienquoten? Hedgen Sie sich mit Short-ETFs oder anderen Instrumenten wie Futures?**

Das hängt immer von den Anlagebedingungen der jeweiligen Fonds ab. Wir haben einen Fonds, den wir über Futures hedgen, ansonsten dürfen wir das nicht. Der Grund ist, dass viele Sparpläne über Versicherungspolice abgeschlossen werden, die oft den direkten Einsatz von Derivaten verbieten. Natürlich dürfen wir Short-ETFs nutzen, die gelten als Fonds. Wir dürfen auch Fonds, die selbst wieder Derivate verwenden, zum Beispiel Swaps in synthetischen ETFs, kaufen.

### **Was ist mit dem Trend zur Nachhaltigkeit. Achten Sie auf ESG-Kriterien?**

Wir sind darin investiert, wenn sie stabile Trends ausbilden. Sie finden also Themen wie World Sustainability oder Global Water auch bei uns – auf der passiven, aber auch aktiven Seite.

### **Bis vor kurzem schien alles noch in Ordnung, sogar die ersten Anzeichen einer Corona-Pandemie haben die Märkte weggesteckt. Doch das hat sich grundlegend geändert. Wie sind Ihre Systeme positioniert?**

Der Start in das neue Jahr war nicht schlecht der C-QUADRAT ARTS Total Return Global AMI hat von Jahresbeginn bis Mitte Februar 4,7 Prozent erzielt. Dabei war der MSCI Sustainability mit fast zehn Prozent einer der stärksten Sektoren. Dann aber kam die Februar Wende. Die Aktienmärkte stürzten ab. Der amerikanische Aktienindex S&P 500 verlor innerhalb weniger Tage über 16 Prozent. Unser Risikomanagement reagierte prompt und reduzierte die Aktienquote von 100 Prozent auf rund 40 Prozent.

### **Was fehlt Ihnen bei den ETFs? Was hätten Sie noch gerne?**

Anleihe-seitig gibt es sicherlich noch Raum für Verbesserung. Wünschenswert sind Produkte, die die breiten Rentenindizes noch kostengünstiger abbilden. Das Angebot an Short-ETFs zur Absicherung ist bei den Bonds noch gering. Auch ein größeres Angebot an Smart-Beta-Strategien mit Anleihen wäre wünschenswert.

### **Welche weiteren Pläne hegen Sie mit dem Einsatz von ETFs?**

Aus unserer Sicht wird das Thema ESG wichtiger. Der Ruf an den Märkten wird lauter. ESG-Produkte mit gutem Risikomanagement gibt es noch nicht. Also sollten wir ein entsprechendes Angebot machen, und planen dies mittelfristig.



## Kolumne

# Von Warren Buffett lernen?



Dr. Bernhard Jünemann  
Finanzjournalist

Es hat lange gedauert, aber inzwischen sind erstmals auch ETFs in der Anlagestrategie von Superinvestor Warren Buffet angekommen. Er hat zwei Fonds auf den S&P 500 gekauft, engagiert sich also breit in die US-Wirtschaft, was sich nach dem jüngsten Corona-Crash langfristig auszahlen könnte. Buffet hat schon häufig positiv von ETFs gesprochen und sie vor allem für Privatanleger empfohlen, die nicht in der Lage sind einzelne Aktien detailliert zu analysieren.

Wer aber jetzt glaubt, man müsse nur ETFs mit Value-Werten kaufen und sei dann schon ein kleiner Warren Buffet, könnte unliebsame Überraschungen erleben. Die Lehren für Indexfonds der Anlagestrategien von Warren Buffet muss man sehr differenziert sehen.

Eine der wichtigsten Regeln für Buffet war immer: „Kaufe nie, was Du nicht verstehst.“ Deshalb hat er sich meist von jungen, technologiegetriebenen Geschäftsmodellen ferngehalten und erst in jüngster Zeit Werte wie

Microsoft und Apple als klassische Substanzwerte anerkannt. Aber seine Lehre, genau zu verstehen worin man investiert, gilt natürlich. ETFs sind transparent und leicht zu verstehen. Die Notwendigkeit, jede Aktie eines breit gestreuten Index zu analysieren, besteht dagegen nicht. Das Einzelrisiko wird durch die Diversifikation weitgehend nivelliert.

Genau darin besteht aber der Unterschied zur Vorgehensweise von Buffett. Er sucht geradezu Einzelwerte, deren Geschäftsmodell er ausgiebig analysiert. So will er mögliche Unterbewertungen herausfinden. Dabei setzt er auf solide und möglichst steigende Gewinne. Zudem hofft er, dass auch andere die Unterbewertung erkennen, kaufen und so den Kurs steigern. Wenn Buffett eine solche Bewertungslücke erkannt hat, lautet sein Credo nicht Diversifikation, sondern Konzentration, um den Gewinn zu maximieren. Vorausgesetzt seine Kalkulation stimmt. Dass sie manchmal nicht gestimmt hat, ist bekannt. Aber meistens lag Buffett richtig, und dann war die Korrelation mit dem allgemeinen Markt nur sehr schwach.

Wer auf Value-ETFs setzt, muss andere Überlegungen anstellen. Die wichtigste: Value hat seinen eigenen Zyklus, und der läuft eben nicht immer. Sogenannte Faktorinvestoren, die versuchen, zusätzliche Prämien mit Momentum oder Value einzusammeln, können ein Lied davon singen. Ein aktiver Value-Fondsmanager sagte mir einmal: „Für Value-Werte braucht man viel Geduld, bis es dann plötzlich Brei regnet.“

Value-Werte sind nicht crashresistent, was wir in diesen Tagen erleben. Wenn Verkaufspanik herrscht, wird eben alles verkauft, auch Value in einem Index. Auch in einer Erholung nach dem Crash läuft dann Value nicht generell besser, kann aber dann durchaus Growth-Werte überholen. Längerfristig gibt es immer wieder Phasen, in denen substanzstarke Werte stärker gefragt waren als der allgemeine Markt, vor allem wenn das Bedürfnis nach Sicherheit und soliden Dividenden stärker wird.

Diese Phasen waren aber nach dem Crash der Finanzkrise 2008 bis heute rar gesät. Seitdem hat klar Growth gewonnen, wie man am Vergleich des Deka STOXX Strong Value 20 mit dem Deka STOXX Strong Growth 20 nachvollziehen kann. Value hat seit dem Tiefpunkt 2008 rund 60 Prozent gewonnen, Growth 150 Prozent.

Wer aus Warren Buffetts Liebe zu den ETFs die richtigen Schlüsse ziehen will, sollte sich also klar sein, dass er mit breit gestreuten Indexfonds ganze Märkte kauft, und die detaillierte Analyse der Einzelaktien getrost den Spezialisten überlassen kann. Er unterliegt aber weiterhin den Marktzyklen, und die übersteht man am besten mit breiter, weltweiter Diversifikation über unterschiedliche Anlageklassen hinweg. Hinzu kommt ein bewährtes Risikomanagementsystem, das hilft Aktienquoten rechtzeitig abzubauen. Da macht eine Corona-Pandemie keine Ausnahme.



*„Wenn Buffett eine Bewertungslücke erkannt hat, lautet sein Credo nicht Diversifikation, sondern Konzentration, um den Gewinn zu maximieren.“*

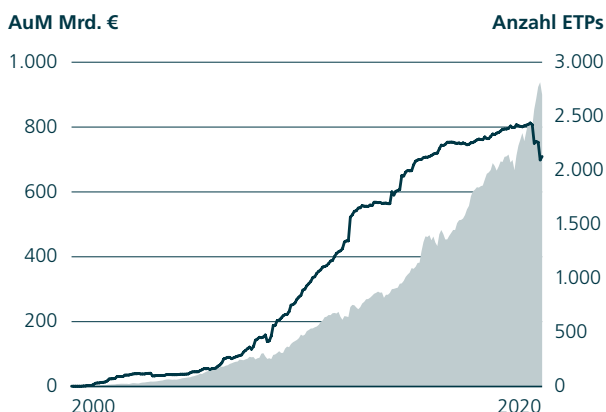
## ETF-Monitor

# Der Pandemie-Crash

Der Februar begann noch ganz hoffnungsvoll, ja es gab sogar neue Rekorde. Doch als dann deutlich wurde, dass sich die Corona-Epidemie zu einer weltweiten Pandemie entwickelte, wurden die Folgen für die Weltwirtschaft neu gewertet. Es kam zum Crash mit zweistelligen Verlusten in nur einer Woche.

Die Monatsbilanz war dann wegen der anfangs positiven Entwicklung nicht ganz so schlimm, aber noch schlimm genug. Tiefrote Zahlen wohin man blickte. Am stärksten erwischte es Japan mit dem breiten Topix und den amerikanischen Dow Jones Index, die rund zehn Prozent verloren. 8,6 Prozent minus waren es beim Euro STOXX 50 und dem MSCI World, gefolgt vom DAX mit minus 8,4 Prozent. China mit dem Shanghai Composite kam mit 3,2 Prozent Verlust noch anscheinend glimpflich davon. Doch dieser Index hatte seinen Crash schon Ende Januar, war wegen des chinesischen Neujahrsfests lange geschlossen, und ging danach mit einer gewissen Stabilisierung bei den Neuinfektionen auf Erholungskurs.

### Europäischer ETP-Markt.



■ Anzahl ■ Asset under Management

Quelle: Morningstar

### Zahlen und Fakten.

# 2.128

Die Zahl der ETPs, also Notes und ETFs, erhöhte sich leicht um 1 % auf 2.128 Titel.

# 898,7

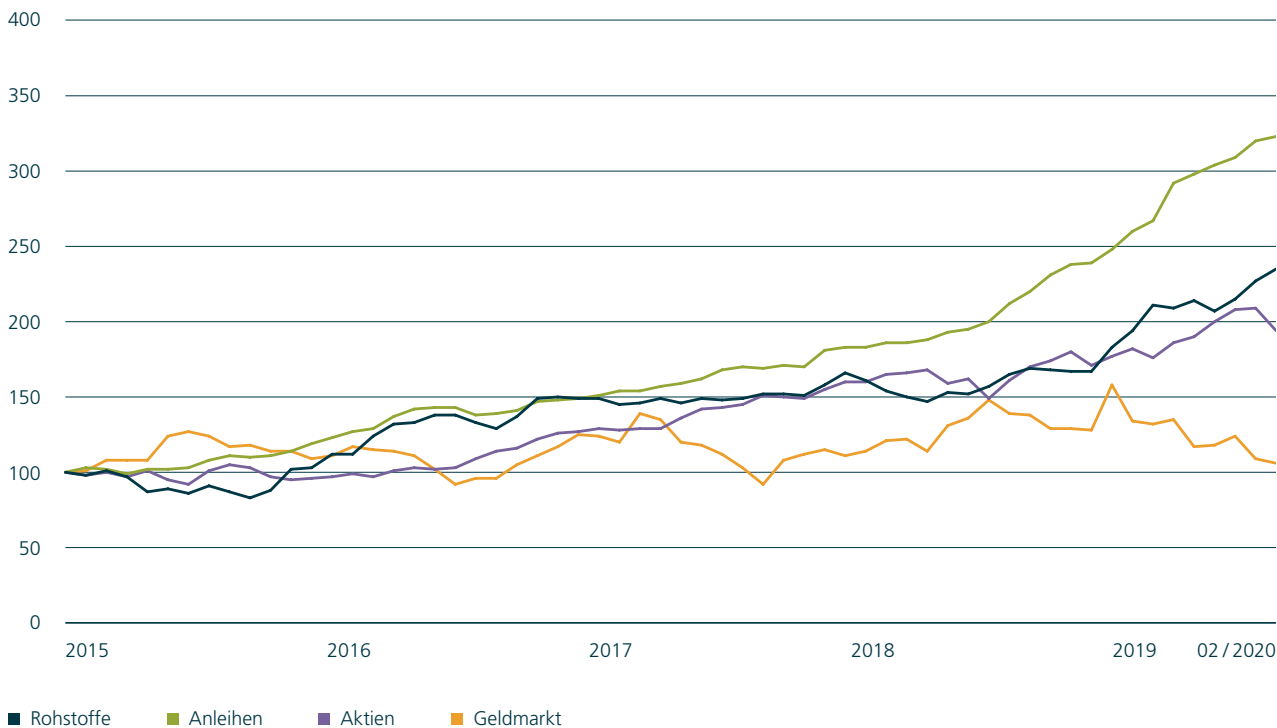
Die AuM verminderten ihr Volumen um 4,1 % und fielen auf 898,7 Milliarden Euro.

Bei den Rohstoffen erwischte es am stärksten den Ölpreis, minus 13 Prozent. Er wurde nicht nur durch die Sorge um eine schwache Weltwirtschaft gedrückt, sondern auch durch das Ringen der Opec um eine Produktionskürzung zur Stabilisierung der Preise. Gold als Krisenmetall war gefragt. Dennoch fiel die Monatsbilanz, wegen Gewinnmitnahmen Ende Februar mit minus 0,2 Prozent, kaum verändert aus. Wenig Veränderungen auch im Verhältnis Dollar/Euro. Der US-Dollar stieg um 0,6 Prozent.

Bei den ETFs dominierten klar rote Zahlen. Rund drei Viertel der in Europa gehandelten Titel zeigte Minuszeichen. Unter den Länder-ETFs ragten besonders negativ Griechenland und Brasilien heraus, beide mit rund minus 20 Prozent. Bei den Branchen waren es vor allem amerikanische Energiefonds, die wegen des schwachen Ölpreises verprügelt wurden – auch bis 20 Prozent minus. Unter den europäischen Märkten litten vor allem Polen-ETFs mit minus 15 Prozent.

Wohl dem der Short-ETFs im Depot hatte und dann noch mit Hebel. Sie legten um mehr als 20 Prozent zu. Bonds-ETFs mit langen Laufzeiten schafften immerhin mehr als sieben Prozent. Erstaunlich dann auch China-ETFs mit starkem Hongkong-Fokus. Ihnen gelang immerhin ein paar Plusprozente.

## Entwicklung AuM in Assetklassen in % (indexiert, rollierend 5 Jahre).



Quelle: Morningstar

## Anlageklassen.

Bei den Anlageklassen überstrahlten die Verluste der Aktien alles. Deren AuM sanken um 7,2 Prozent auf 563,6 Milliarden Euro. Dank des starken Goldpreises verbesserten sich die Rohstoffe um 3,5 Prozent auf 79,3 Milliarden Euro. Die Anleihen legten immerhin

noch um 1,1 Prozent auf 246,4 Milliarden Euro zu – wenigstens das war ein neuer Rekord. Wegen der erhöhten Unsicherheit hätte der Geldmarkt profitieren können, tat er aber nicht. Er verlor drei Prozent auf jetzt gerade mal 3,1 Milliarden Euro.

## Zahlen und Fakten.

79,3

Dank des starken Goldpreises verbesserten sich die Rohstoffe um 3,5 % auf 79,3 Milliarden Euro.

563,6

Die Verluste der Aktien überstrahlten alles. Deren AuM sanken um 7,2 % auf 563,6 Milliarden Euro.

246,4

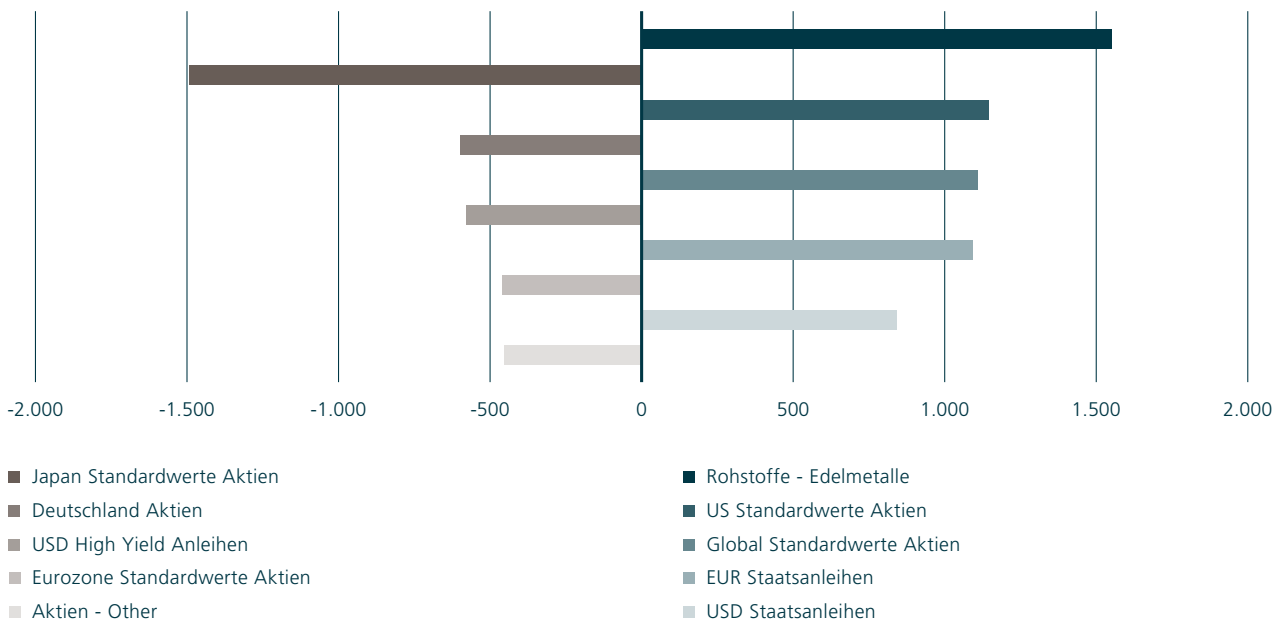
Die Anleihen legten mit einem Plus von 1,1 % einen neuen Rekord auf und stiegen auf 246,4 Milliarden Euro.

3,1

Der Geldmarkt verlor, obwohl er hätte profitieren können, 3 % und steht nun bei 3,1 Milliarden Euro.

Abflüsse

Zuflüsse



Quelle: Morningstar

### Nettomittelabflüsse.

Auf der Verliererseite waren es vor allem Japan-Aktien, die zurückgegeben wurden. Ihre Flows verringerten sich um 1,5 Milliarden Euro. Deutsche Aktien verloren ebenfalls (-601,2 Mill. €), Standardwerte der Eurozone (-460,8 Mill. €) sowie Aktien außerhalb der Standardindizes (-453,1 Mill. €). Bemerkenswert war der starke Rückfluss von US-Dollar-Hochzinsanleihen, die 581,1 Millionen Euro Flows abgaben. Darin spiegelte sich die verstärkte Risikowahrnehmung der Kategorie wider, in der vor allem US-Ölschieferfirmen stark verschuldet sind.

### Nettomittelzuflüsse.

Heruntergebrochen auf einzelne Anlagekategorien zeigte sich doch manche überraschende Gegenbewegung. Das gilt natürlich nicht für die Rohstoffe mit den Edelmetallen, die erwartungsgemäß kräftig zulegten, um 1,6 Milliarden Euro. Aber dass US-Aktien-Standardwerte mit rund 1,2 Milliarden und globale Standardaktien mit 1,1 Milliarden Euro profitierten zeigte, dass es auch konträr handelnder Investoren gab. Keine Überraschung war, dass Staatsanleihen profitierten, mit 1,1 Milliarden die Eurotitel, mit 842,2 Millionen die Dollarbonds.

### Marktkommentar: Virale Abwärtspirale

Wie geht es nun weiter? Fragen Sie nicht den Anlageberater, sondern gleich den Virologen, möchte man spöttisch anmerken. In der Tat gab es Anfang März keine Entwarnung, sondern eine immer stärkere Verbreitung der Pandemie, vor allem in Europa. Als dann noch die Gespräche der Opec über eine Stabilisierung des Ölpreises scheiterten kam es nochmals zu einem kräftigen Ausverkauf. Hoffnung? Die Virologen setzen auf wärmeres Wetter und neue Medikamente. Und viel mehr bleibt auch den Anlegern nicht.

*„Die Pandemie und das Scheitern der Opec-Gespräche mündeten in einem kräftigen Ausverkauf.“*





**Makro Research**

# Shutdown einpreisen: Prognose-revisionen durch die Corona-Krise



**Dr. Ulrich Kater**  
Chefvolkswirt DekaBank

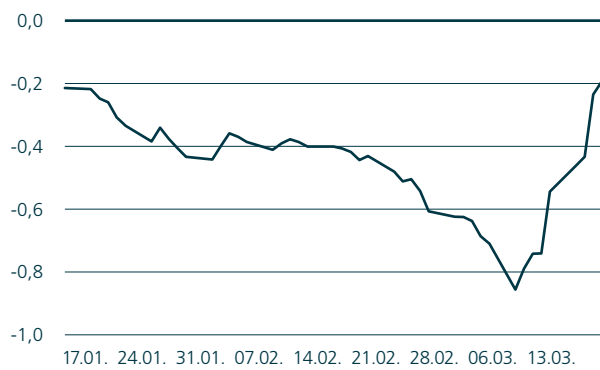
Weiterhin ist der Markt vollständig damit beschäftigt, den realwirtschaftlichen Shutdown und seine Konsequenzen für Wirtschaft, Finanzsystem und Geschäftsmodelle einzupreisen. Wir haben unsere konjunkturellen Aussichten drastisch geändert, es ist die schnellste und tiefste Rezession aller Zeiten – der einzige Hoffnungswert lautet, dass die Dauer mit zwei Quartalen nicht so lang ist, wie es bei derartigen Verwerfungen eigentlich der Fall sein müsste (ein Jahr und mehr). Der Finanzsektor muss zunächst zusammen mit Aufsichtsbehörden, Notenbanken und Finanzministerien die eigene Stabilität bewahren. Gleichzeitig werden in den kommenden Wochen Vermutungen über die langfristigen Auswirkungen des Corona-Desasters mehr und mehr Eingang in die Preise finden.

## Liquidität zählt

Die Kapitalmärkte haben in den vergangenen Tagen versucht, das Undenkbare einzupreisen: Eine weitgehende Schließung der Wirtschaft in vielen Ländern für drei bis vier Wochen eventuell auch länger. Diese Schließung wird sich unter Produktionsgesichtspunkten in den einzelnen Branchen sehr unterschiedlich aus: Sektoren mit einem vollständigen Shutdown wie in den Fabriken der Automobilindustrie oder bei Reiseveranstaltern stehen Sektoren gegenüber, wo zumindest aus Sicht der volkswirtschaftlichen Rechnungen die Produktion weitergeht, etwa im öffentlichen Dienst oder im Finanzdienstleistungssektor. Das wahre Ausmaß der Ausfälle wird nur durch die Zahlen in etwa sechs Wochen klarwerden, nach unseren Simulationen geht es aber um große Summen. Unter der Annahme eines Produktionsrückgangs von 15 Prozent im zweiten Quartal bei einem Aufholprozess im dritten Quartal von 50 Prozent der normalen Kapazitäten kommt man zu einem Verlust an Wertschöpfung im Jahr 2020 von etwa 230 Mrd Euro. Eine Summe, die durch staatliche Gegenmaßnahmen durchaus zu stemmen wäre – allerdings sind hier nicht die massiven Verwerfungen berücksichtigt, die diese Spontanausfälle in den Bilanzen von Unternehmen, des Finanzsektors und beim Staat bedeuten. Wir haben in dieser Woche unsere konjunkturellen Aussichten nochmals massiv nach unten genommen (siehe Grafik Bruttoinlandsprodukt Euroland).

An den Kapitalmärkten zählt in dieser Phase der Unsicherheit vor allen Dingen Liquidität. Angefangen von einer

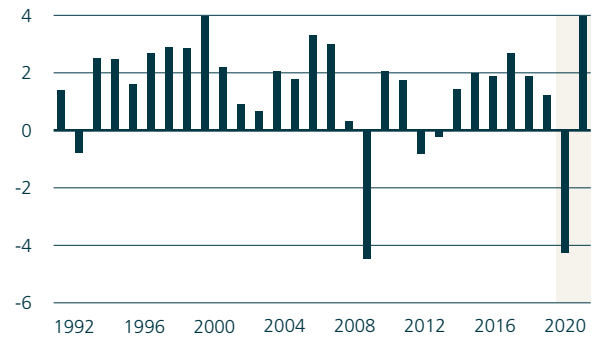
## Rendite 10-jähriger Bundesanleihen.



Quelle: EZB, DekaBank

## Euroland: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. dem Vorjahr



Quelle: Eurostat, Prognose DekaBank

erhöhten Bargeldhaltung der Bevölkerung über eine verstärkte Kreditnachfrage des Unternehmenssektors bis hin zur Wertminderung bei liquiden Assets steigt der Bedarf an jederzeit verwendbaren monetären Mitteln an. Dies ist eine Ursache für die teilweise unplausiblen Marktbewegungen wie steigenden Bundrenditen und sinkenden Goldpreisen. Marktteilnehmer mussten zur Liquiditätsbeschaffung mehr verkaufen als nur Aktien.

EZB, EBA und BaFin haben bereits operationelle Entlastungen und eine flexible Anwendung bestehender Regularien angekündigt. Angefangen von operativen Erleichterungen wie der Erlaubnis von Handelsgeschäften außerhalb der Geschäftsräume bis hin zur Erlaubnis der temporären Unterschreitung von zentralen Bilanzkennziffern wie Eigenmittelkennziffern oder Liquiditätsdeckungsquoten. Prüfungshandlungen bis hin zum Stresstest werden verschoben. Wir gehen davon aus, dass bei akuten Liquiditätsknappheitssignalen die EZB ähnlich flexibel, insbesondere auch bei der Erweiterung des Sicherheiten-Rahmens vorgehen wird, um eine schwere Infektion des Bankensystems zu verhindern.

Aber diese Entwicklungen sind nicht der einzige Grund für steigende Bundesrenditen. Wie die makroökonomische Welt nach Corona aussieht, ist die entscheidende Grundlage für die Entwicklung der Assetpreise. Eine Wirkung ist allerdings jetzt schon absehbar: die massive Stützung der Volkswirtschaften in Zeiten des Produktionsausfalls wird die Verschuldung der Staaten weiter erhöhen. Dies bildet sich bereits jetzt in steigenden Renditen ab. Je nachdem wie stark die Wirtschaftsdynamik wieder zurückkehrt, kann dies ein Gemisch für einen stärkeren Renditesprung an den Anleihemärkten darstellen. Das wiederum könnte die Geldpolitik auf den Plan rufen, die immer stärker in die Rolle des ständigen Finanziers der Staaten gedrängt wird. Noch ist es zu früh für endgültige Schlussfolgerungen. Aber in den kommenden Wochen werden die Märkte beginnen, die angenommenen Langezeitwirkungen der Corona-Krise einzupreisen.

## Überfall auf die Weltkonjunktur

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 160 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 einem 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 hin-

ein, 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 Ausgehverbots, insbesondere für die internationalen Risikogebiete, zu denen nach der chinesischen Ausgangsregion Hubei bis Mitte März die Länder Italien und Iran, die Region Nord-Gyeongang (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 2009 zu beschreiben ist. Dem liegt ein tiefer Einbruch in der ersten Jahreshälfte

zugrunde und in der zweiten Jahreshälfte, insbesondere im letzten Quartal eine deutliche Erholung. 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 Infekti-

onen 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.

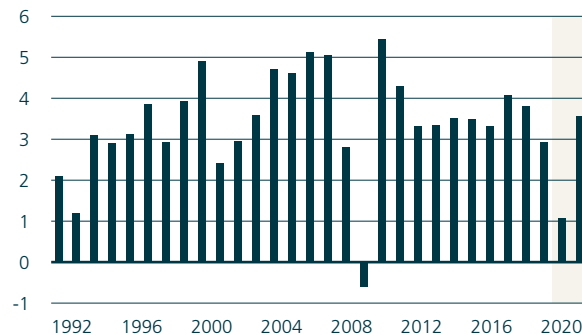
Wer auf einen positiven Rückprall hofft, der den Einbruch schnell wieder kompensiert, könnte enttäuscht werden. Der Aufholprozess dürfte sich aus zwei Gründen langsamer als üblich gestalten: Erstens treten in den USA die negativen Folgen der Corona-Pandemie mit etwas Verzögerung auf und wirken dann in 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 Nachholleffekte 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 %.

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 äh-

## Welt: Bruttoinlandsprodukt.

in % ggü. dem Vorjahr



Quelle: Nationale Statistikämter, Prognose DekaBank

lich. 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 (Referenzpunkt Italien). Auch die vorherige Wachstumsdynamik war wesentlich kräftiger als in Euroland und im Gegensatz zur EZB konnte die Fed immerhin 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 etwa 1 Bill Mrd USD in Form verschiedener Hilfsprogramme entsprechen etwa 4,5 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.

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 kräftigen Rückgängen **des globalen Bruttoinlandsprodukts**

im ersten Halbjahr 2020. Man darf also getrost von einer globalen Rezession sprechen.

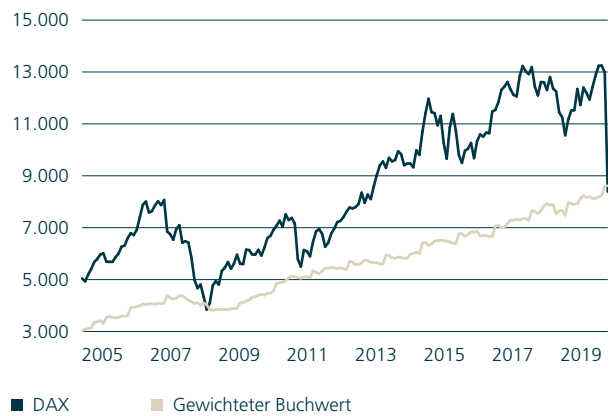
## Kapitalmärkte: infiziert?

An den Finanzmärkten können sich aus der aktuellen Situationen 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, bevor liquiditätsbedingt auch die Preise der sicheren Häfen der Bundesanleihen sogar auf Gold sanken.

Diese Bewegung wurde von den schnellsten Zinssenkungen der Fed in ihrer Geschichte begleitet, die den Leitzins zweimal um zusammen 150 Basispunkte zurücknahm. Umfangreiche Liquiditätsmaßnahmen sowie breite Anleihekaufprogramme 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 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 hinter uns liegt und Kurse unterhalb der Buchwerte 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 Richtungsuche vor uns liegen.

Nach unserer Auffassung ist kurzfristig der wichtigste Marktindikator die Kurve der Neuinfektionen. Sobald die Marktteilnehmer realisieren, dass der Hochpunkt der Ansteckungen auch in Europa und darauf in den USA

## Aktien: DAX Kurs- und Buchwert



### Wertentwicklung DAX (16.03.2005 – 16.03.2020).

16.03.2005 16.03.2006	16.03.2006 16.03.2007	16.03.2007 16.03.2008	16.03.2008 16.03.2009	16.03.2009 16.03.2010
36,87 %	11,57 %	-1,94 %	-37,31 %	47,63 %
16.03.2010 16.03.2011	16.03.2011 16.03.2012	16.03.2012 16.03.2013	16.03.2013 16.03.2014	16.03.2014 16.03.2015
9,09 %	9,89 %	12,36 %	12,60 %	34,35 %
16.03.2015 16.03.2016	16.03.2016 16.03.2017	16.03.2017 16.03.2018	16.03.2018 16.03.2019	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

erreicht ist, werden sie einen Normalisierungsprozess wie in China auch in wirtschaftlichen Hinsicht extrapolieren. 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 Tabellen).

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 circa minus 0,40 Prozent und damit leicht weniger als vor der Corona-Krise.

## Fazit: bessere Konjunktur – Schäden verdauen – einige Risiken bleiben, trotzdem weiter investieren

Für **Anleger** stellt sich die Krise als ein Börsencrash aus heiterem Himmel, aber mit einer nachvollziehbaren Begründung – eben der Coronavirus – dar. 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 Fundament für Aktien und Anleihen gebahnt sein. Die angemessene Haltung für einen privaten Aktiensparer gegenüber solchen Ereignissen ist eine stoische Besonnenheit. Verlust 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 Geschäftsmodell oder Bilanz für die Zukunft geschwächt sind. Die breite Investition in den gesamten Aktienmarkt lässt solche Arbeit und Sorgen überflüssig werden: Hier wird die Erholung über kurz oder lang 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 verar-

beitet. Ob diese Risiken zuschlagen, wird sich in den kommenden ein oder zwei Wochen zeigen, daher ist es auch jetzt 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 gäbe: Der Coronavirus erwischt das Welt-Finanzsystem mit einem geschwächten Immunsystem. Die Verschuldung ist hoch, die 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. Dies 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 wohl auch dieses Virus überleben.

### Euro-Government Emissionen in der kommenden Woche.

<b>Deutschland</b>	03 / 22	4 Mrd.
<b>Belgien</b>	diverse	ca. 3 Mrd.
<b>Italien</b>	diverse	ca. 3 Mrd.

## Szenarien.

Wir haben unser Basisszenario wegen der Risiken um die Corona-Infektionswelle spürbar nach unten revidiert. Im Zuge dessen haben wir die Eintrittswahrscheinlichkeit des Negativszenarios etwas angehoben.

### Basisszenario (Wahrscheinlichkeit 65 %)

- Corona-Infektionswelle ebbt bis Mitte des Jahres 2020 ab
- Kurzer globaler Wachstumseinbruch nahe der Rezession, ab zweitem Halbjahr 2020 konjunkturelle Erholung
- **Euroland:** kurzzeitiger Stillstand der Wirtschaft führt in heftige Rezession; nationale Konjunkturpakete und Kredithilfen stützen und verhindern Insolvenzwelle
- **USA:** temporäre Rezession; beherrzte geldpolitische Maßnahmen schaffen Basis für anschließenden Aufschwung
- Große Notenbanken halten für sehr lange Zeit an lockerer Geldpolitik fest
- Aktienmärkte sind attraktiver als Rentenmärkte, allerdings auch sehr schwankungsanfällig

### Negativszenario (Wahrscheinlichkeit: 30 %)

- Corona-Krise hält für mehrere Monate an und führt Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession
- Stillstand bei Investitionen, Unterbrechung der globalen Produktionsketten
- Massive Kreditausfälle bedrohen Bankensektor und lösen starke Marktturbulenzen aus
- Staatliche Maßnahmen zur Krisenbekämpfung lassen global die Staatsverschuldung anschwellen; Neuaufgabe der Euro-Staatsschuldenkrise
- Begleitende Eskalation der schon bisher schwelenden Krisen wie Flüchtlingswelle, Brexit, Handelskonflikt verschärfen Situation zusätzlich

### Positivszenario (Wahrscheinlichkeit: 5 %)

- Corona-Infektionswelle ebbt sehr schnell ab, wirtschaftliche Normalisierung innerhalb weniger Wochen
- Gewinnerwartungen für Unternehmen steigen spürbar und legen Basis für kräftige Kursanstiege an den Aktienmärkten
- Niedrigzinsen, gestiegenes Vertrauen und deutliche Produktivitätszuwächse führen zu überraschend starkem Wachstum, und dies ohne nennenswert steigende Inflationsraten
- Überraschend starke Wachstumsdynamik in den Emerging Markets mit Schubwirkung für die globale Wirtschaft

#### **Disclaimer.**

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden 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, noch ersetzen sie eine (Rechts- und/oder Steuer-) Beratung; auch die Übersendung dieser stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen (teilweise) aus von uns nicht überprüfbaren, 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 unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Die Einschätzung kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. 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.



#### **Deka Investment GmbH**

Mainzer Landstraße 16  
60325 Frankfurt

Postanschrift:  
Postfach 11 05 23  
60040 Frankfurt

Telefon: (0 69) 71 47 - 652  
Telefax: (0 69) 71 47 - 11 43  
E-Mail: [service@deka.de](mailto:service@deka.de)  
[www.deka-etf.de](http://www.deka-etf.de)