



ELLWANGER.GEIGER

PRIVATBANKHAUS SEIT 1912

Kapitalmarkt 2020

„Mutig oder abgestumpft“ charakterisierten wir die Einstellung der Marktteilnehmer und Anleger noch in der zuletzt erschienen Ausgabe im Januar.

Inzwischen hat sich die Anlegerpsychologie grundlegend geändert. Panik macht sich breit. Starke Einbrüche sind an den Märkten für Risikokapital wie Unternehmensanleihen, Aktien, börsennotierten Immobilienanlagen oder Rohstoffen zu beobachten.

Auslöser war und ist der sich immer weiter verbreitende Krankheitserreger Covid-19. Ende des vergangenen Jahres berichteten Ärzte in China von rätselhaften Atemwegserkrankungen, die in Wuhan in der Provinz Hubei festgestellt worden waren. Zunächst beachteten die Behörden die Warnungen nicht und belegten einige Ärzte sogar mit Strafen. Als sich im Januar der Erreger rasch in und um Wuhan auszubreiten begann, wurde dies in den westlichen Ländern auch nicht wirklich ernst genommen. Es herrschte die Einschätzung, dass es sich dabei um ein lokales Phänomen handle – ähnlich der SARS-Epidemie 2002/03. Zahlreiche Regierungen gaben sich zunächst – jedenfalls nach außen hin – keine besondere Mühe, sich auf eine weltweite Ausbreitung des Erregers einzustellen. In der Anfangsphase der Infektion, als noch die Hoffnung dominierte, dass diese auf China konzentriert bleiben würde, fielen nur chinesische Aktien sowie Rohstoffe, während besonders US-Aktien auf immer neue Hochs kletterten.

vom Corona-Virus infiziert

Spätestens nachdem in Italien, mit seiner großen Zahl an chinesischen Arbeitskräften in der Textilbranche vermehrt, Fälle mit Infektionen und Todesfällen auftraten, wurde Corona zum beherrschenden Thema. Inzwischen zieht der Virus nun auch die Kapitalmärkte und Unternehmen im Westen in Mitleidenschaft. Offiziell sind weltweit über 100.000 Menschen infiziert. Tatsächlich dürfte die Zahl der Infizierten um ein Vielfaches höher sein. Die lange Inkubationszeit von bis zu zwei Wochen macht die Kontrolle so schwierig. Glücklicherweise verläuft die Krankheit weniger gefährlich als etwa beim erwähnten SARS-Virus. Damals lag die Sterblichkeitsquote bei circa 8%. In Summe kamen damals ungefähr 800 Menschen ums Leben. Aktuell liegt bei den bekannten Stämmen des Covid-19-Erregers die Sterblichkeitsquote eher um 1%. Damit ist der Virus immer noch zehnmal gefährlicher als die bekannte Grippe, die jedes Jahr im Winter in vielen Ländern der Welt auftritt und auch in diesem Jahr wesentlich

mehr Menschenleben kostete. Die überraschend leichte Übertragbarkeit, sowie die fast weltweite Präsenz der Krankheit und die Tatsache, dass es noch keinen Impfstoff gibt, versetzt viele Menschen in Sorge und sie bleiben zu Hause.

Wirtschaftlich verbreitet sich der Virus zur absoluten Unzeit. Die sehnlichst erwartete wirtschaftliche Erholung gerade in China, das im vergangenen Jahr schon unter anderen Problemen litt, wurde im Keim erstickt. Das Jahr 2019 wurde dort von der afrikanischen Schweinepest überschattet, der fast die Hälfte des Schweinebestands zum Opfer fiel und die Fleischpreise in die Höhe trieb. Schlimmer noch waren der sich zuspitzende Handelskrieg mit den USA sowie die Unruhen in Hongkong. Gerade als es beim Handelskonflikt ruhiger wurde, trat dieses neue, gewaltige Problem auf. Das Land bekämpft die Wachstumsschwäche wie üblich durch mehr Investitionen, Kreditprogramme und niedrigere Zinsen. In China erreichten die Börsenkurse ihr Tief am dortigen „schwarzen Montag“ als der Handel nach den verlängerten Neujahrsfeiern am 3. Februar wieder aufgenommen wurde. Seither geht es trotz der weiteren späteren Einbrüchen an den anderen Kapitalmärkten der Welt tendenziell bereits wieder aufwärts. Bei Betrachtung der Wachstumserwartungen für China fällt auf, dass selbst Anfang Februar, als der Virus schon grassierte und die Provinz Hubei durch Kriegsrecht „stillgelegt“ wurde, nur geringe Wachstumseinbußen





für das Jahr 2020 prognostiziert wurden. Auch jetzt sind die Prognosen für ein Wachstum von 3% bis 4% noch mit größter Vorsicht zu betrachten. Selbst wenn von einem jahreszeitlich typischen Rückgang der Pandemie in den Sommermonaten ausgegangen wird und sich eine Normalisierung im zweiten Quartal zeigen sollte, dürfte ein erheblicher Teil der Produktionsausfälle und des fehlenden Konsums im 1. Quartal kaum mehr aufzuholen zu sein. So dürfte das Wachstum in China wohl eher bei 2% liegen als bei den zunächst erwarteten 5%. Möglicherweise dreht die Wirtschaft im wachstumsverwöhnten China auch einmal eine „Nullrunde“. Die Folgen für viele Unternehmen, und auch für die privaten Konsumenten, die nicht so gut durch Sozialleistungen abgesichert sind wie etwa in Europa, dürften sehr weitreichend sein. Eine große Zahl von kleineren und mittleren Unternehmen wird diese Krise wohl nicht überleben, obwohl die chinesische Regierung damit hilft, etwa Abgaben und Steuern zu stunden. Letztlich werden wahrscheinlich aber nur große und systemrelevante Unternehmen gestützt. Viele chinesische Unternehmen sind hoch verschuldet. Primär sind dies die großen, staatsnahen Konzerne, so dass in der Folge das Bankensystem infiziert werden könnte. Aus einer Bevorzugung der staatsnahen Betriebe entsteht ein weiteres Problem: Das Wachstumspotenzial des Landes wird auf lange Sicht gedämpft.

Welche ökonomischen Schäden entstehen, wenn Restaurants leer bleiben, Großveranstaltungen abgesagt werden, Reisen ausfallen und Fabriken geschlossen werden, beschäftigt aktuell die Prognostiker. Weil die Bedeutung Chinas viel größer ist als noch in den Jahren 2002/03, sind die Folgen für die Weltwirtschaft entsprechend größer. China

ist heute mit Abstand der dominierende Wachstumstreiber der Welt mit einem Anteil von ca. 30% am globalen Wachstum. So ist das Land inzwischen zum größten Handelspartner Deutschlands geworden.

Politik ist gefordert

Die möglichen politischen Folgen dieser Pandemie sind ebenfalls bedeutend. Wie sehr sich die Regierungen auch im Westen zunächst zögerlich und verharmsend verhalten haben, wurde besonders am Beispiel Italien deutlich. Erst nachdem es viele Tote gab, wurden die Risikoregionen „abgeriegelt“, soweit das in einem demokratischen Land - im Gegensatz zu China - eben möglich ist. Spannend wird sein, wie die im Wahlkampf befindliche US-Regierung agiert. Der Umgang mit den gesundheitlichen und ökonomischen Risiken könnte entscheidend werden. Der Präsident und die republikanische Partei sprachen und sprechen sich gegen eine generelle staatliche Krankenversicherung aus und möchten „Obamacare“ wieder zurückdrehen. Dies wird die Republikaner Stimmen kosten. Weil viele Amerikaner die Kosten für einen Test zunächst selbst bezahlen müssen und im Krankheitsfall nur eine limitierte oder gar keine Lohnfortzahlung erhalten, kann der demokratische Präsidentschaftskandidat Sanders davon profitieren. Seit langem fordert er eine staatliche Krankenversicherung für alle. Sollte er sich gegen den anderen Bewerber Biden durchsetzen können und gar Präsident werden - mit einer durchaus möglichen demokratischen Mehrheit in beiden Parlamentskammern - müssten sich Besitzer von US-Aktien warm anziehen. Es wäre zu erwarten, dass Sanders versuchen wür-

de zumindest einen Teil seiner, für die USA untypischen, sozialistischen Agenda durchzusetzen.

Die Flucht aus Risikoanlagen wie Aktien und Rohstoffen in als sicher geltende Staatsanleihen führte insbesondere in den USA zu einem dramatischen Zinsabsturz. Fed-Chef Powell hatte sich bereits außerhalb einer regulären Zentralbankratssitzung am 3. März genötigt gesehen, die Zinsen gleich um einen halben Prozentpunkt zurückzunehmen. Für zehnjährige Treasuries gab es am „schwarzen Montag“, dem 9. März, nur noch 0,32% Zinsen nach 1,9% Ende 2019. Dazu hatte auch das Scheitern der OPEC-plus Gespräche beigetragen. Russland widersetzte sich einer für die Stabilisierung des Ölpreises notwendigen Förderkürzung. Der Ölpreis (Brent) sackte an diesem Tag um 10 US-Dollar, von 46 US-Dollar auf 36 US-Dollar ab. Dies wiederum befeuerte Sorgen um die Bonität der oft hoch verschuldeten kleineren US-Ölgesellschaften. Diese sind bedeutende Schuldner sowohl an den Anleihenmärkten (13% der High Yield Emittenten) als auch bei den Banken und spielen auch als Arbeitgeber regional eine bedeutende Rolle. Inzwischen werden am US-Geldmarkt weitere Zinssenkungen um 0,75% eingepreist. Weltweit wird aller Voraussicht nach an der Zinsschraube nach unten gedreht werden. Von der EZB wird ebenfalls Aktivität erwartet, obwohl der mit dem Bundesverdienstkreuz bedachte frühere EZB Präsident Draghi seiner Nachfolgerin fast jeden Zinssenkungsspielraum genommen hat. Inwieweit sich niedrige Zinsen zur Virusbekämpfung eignen, ist sicherlich fraglich - psychologisch dürfte es eine Rolle spielen.

Seit sich die Lage an den Börsen in der letzten Februarwoche dramatisch zu-



gespitzt hat, fordern immer mehr Ökonomen nicht nur Stützungsmaßnahmen durch die Zentralbanken, sondern vor allem höhere Staatsausgaben und Steuerensenkungen, um die pandemiebedingte Wirtschaftsschwäche aufzufangen. Australien will ein Programm im Umfang von einem Prozent des Sozialproduktes auflegen. Auch der neue britische Staatshaushalt wird eine Ausgabenerhöhung um einen Prozent des Sozialproduktes bringen. In der Eurozone wird sich zum Beispiel Deutschland nach langem Zögern von der schwarzen Null verabschieden. Eine Verlängerung des Kurzarbeitergeldes gilt als sicher. Italien wird wegen der Mehrausgaben durch die Corona-Epidemie sein Verschuldungslimit reißen. In den USA wird über Entlastungen bei der Lohnsteuer gesprochen. Es ist jedoch zu bezweifeln, ob der Kongress eine nennenswerte Wahlkampfhilfe für Präsident Trump absegnet.

Bei all diesem ökonomischen Aktionismus ist zu hinterfragen, inwieweit es möglich sein soll, eine virusbedingte Beeinträchtigung der Weltwirtschaft mit klassischen fiskalischen und monetären

Maßnahmen abzufangen. Das wenige wertvolle „Pulver“, das die meisten westlichen Länder noch zur Verfügung haben, um in einer Wirtschaftskrise stützen zu können, wird wahrscheinlich zu einem guten Teil wirkungslos „verschossen“. Besser wäre es, medizinisch aktiver zu werden.

Historische Parallelen

Im Folgenden versuchen wir, historische Parallelen zu finden, um ein mögliches Szenario für die weitere Entwicklung aufzuzeigen.

Es gibt Stimmen, welche die Auswirkungen des Coronavirus mit den Folgen der zunächst in den USA begonnenen Immobilienkrise der Jahre 2007/08 vergleichen. Damals wurden die Folgen zunächst unterschätzt, insbesondere die „Infektion“ des europäischen und speziell des deutschen Bankensystems durch die fragwürdigen, komplexen Hypothekenverbriefungen, die aus den USA „importiert“ wurden. Wir halten diesen Vergleich für falsch, da es sich bei

den Auswirkungen der Corona-Pandemie nicht um eine Überschuldungssituation, sondern um eine angstbedingte Verhaltensänderung handelt, die erfahrungsgemäß früher oder später wieder vorübergeht. Dass China ein Schuldenproblem hat, ist zwar ein Faktum, allerdings ist auch Fakt, dass die Konsumenten und die meisten Privatunternehmen finanziell sehr solide aufgestellt sind.

Die Analogie zur SARS-Krise 2002/03, welche Anfang bis Mitte Februar noch als Basisszenario proklamiert wurde, ist in der Zwischenzeit durch die aktuell viel höheren Fallzahlen (s. oben) überholt.

Ebenso gibt es keine Parallelen zu der zumeist tödlich verlaufenden Ebola-Epidemie. Diese betraf fast nur Afrika. Auch das Auftreten des genetisch mit dem Corona-Virus verwandten MERS-Erreger, der seit 2012 vor allem in Arabien auftritt, taugt nicht als Analogie.

Blickt man noch weiter in der Geschichte zurück, ist festzustellen, dass sich 1968-70 bei der Hongkong-Grippe-Pandemie mit geschätzten 1 bis 4 Millionen Todesopfern der Hang Seng Index dennoch mehr als verdoppelte.

Das Horrorszenario wäre eine Zuspitzung wie 1918-19. Die Spanische Grippe-Pandemie begann im Winter 1917/18 von den USA aus zu grassieren. Dieser Virus griff nicht vorwiegend Ältere und Menschen mit Vorerkrankungen an, sondern traf besonders junge Menschen mit einem guten Immunsystem. Zunächst war der Verlauf milder. Der Virus mutierte dann aber und erwies sich in der zweiten Welle als tödlicher. Sie begann im Herbst 1918. Die dritte Welle fand ihren Höhepunkt im Winter 1918/19. Schätzungen zufolge starben weltweit 25 - 50 Millionen Menschen, wobei alleine auf Indien über 12 Millionen entfielen. Letztlich wurde diese Katastrophe durch den ersten Weltkrieg begünstigt. Anzumerken ist, dass

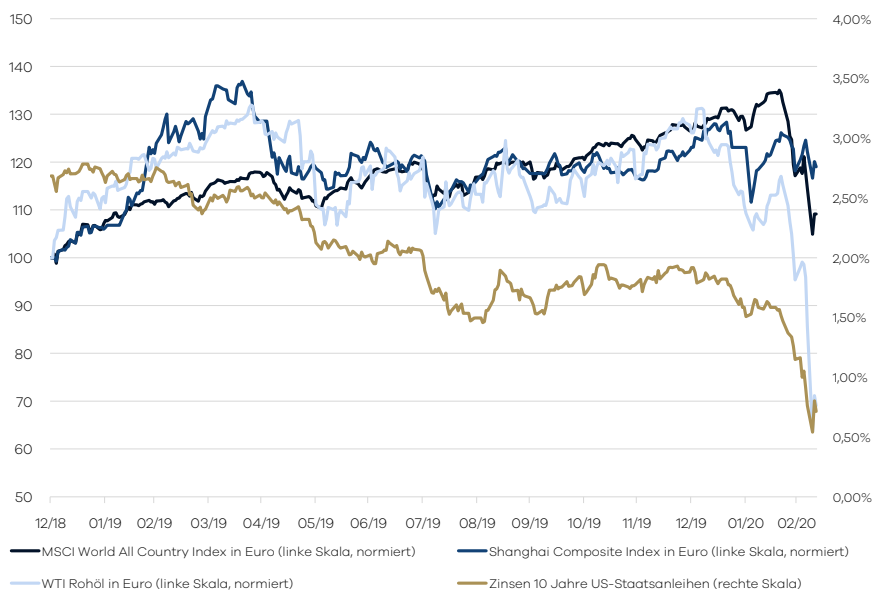


Abb. 1: ENTWICKLUNG DER KAPITALMÄRKTE SEIT JAHRESBEGINN, Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung





die medizinische Diagnostik, Forschung und Versorgung heute wesentlich besser aufgestellt sind. Insofern passt dieser Vergleich nicht wirklich. Die Entwicklung des Dow Jones Index wurde durch das Kriegsende überlagert. Er legte in dieser fraglichen Zeit um über 50% zu.

Besonders problematisch sind die Folgen der Virus-Pandemie aktuell, weil sie auf eine ohnehin fragile Konjunkturlage und auf eine große Zahl von tendenziell mit zu hohen Schulden belastete Staaten, Unternehmen und Haushalte treffen. Was die Kapitalmärkte angeht, wurde der fast blinde Glaube an die Interventions-Allmacht der Zentralbanken wieder einmal erschüttert.

Vermutlich werden die Folgen der Corona-Pandemie den Ereignissen nach den Anschlägen vom 11. September 2001 am meisten ähneln. Die Reisetätigkeit kam ebenso für eine gewisse Zeit fast zum Erliegen. Wie heute zogen sich die Menschen aus Angst vor weiteren Anschlägen in ihre Wohnungen zurück. So bleiben aktuell viele Menschen freiwillig oder unfreiwillig zu Hause, Restaurants sind leer, Veranstaltungen werden rei-

henweise abgesagt. Beides trifft besonders den Dienstleistungssektor, der die Konjunktur in vielen Ländern insbesondere im Jahr 2019 zu stabilisieren half.

Ausblick

Blicken wir nach vorne, dann dürfte das Szenario so aussehen: Ab dem Frühsommer geht die Zahl der Neuinfizierten bzw. positiv getesteten Personen zurück. Es gibt zunächst erste Nachholeffekte, wie sie bereits in China erkennbar sind. Später greifen die Stimulierungsmaßnahmen, die jetzt getroffen werden, und es kommt zu einer allmählichen Rückkehr in die Normalität, wie das immer nach solchen Katastrophen der Fall war. Dann würden insbesondere zyklische Branchen und Rohstoffanlagen zuerst profitieren. Das sind diejenigen Branchen und Sektoren, die sich schon seit Anfang Januar ausgehend von China schwach entwickelt haben. Diese Anlagen sind auch deshalb zu bevorzugen, weil sie, im Gegensatz zu den Top-Performern des Jahres 2019, nicht überbewertet, sondern in der Zwischenzeit sehr güns-

tig geworden sind. Bei Betrachtung der Geschichte fällt auf, dass sich die meisten Schwellenländer schneller erholt haben. Aktuell sind Anlagen dort ohnehin niedriger bewertet, so dass eine Übergewichtung auch ökonomisch Sinn macht. Das finanziell gut gepolsterte Hongkong etwa zahlt jedem Bürger gut 1.000 Euro pro Kopf aus um die Wirtschaft anzukurbeln.

Die auf Rekordtief gefallen Zinsen, abgestürzte Rohstoffpreise (insbesondere Öl), höhere Staatsausgaben und Steuersenkungen werden ihre Wirkung entfalten, sobald sich der Erreger weniger schnell verbreitet oder gar Impfstoffe zur Verfügung stehen. An diesen wird mit Hochdruck und ersten Erfolgen gearbeitet.

Die sogenannten sicheren Häfen, wie langlaufende Anleihen mit extrem niedriger Verzinsung werden unattraktiv und in der Folge Kursverluste mit sich bringen. Wie immer sind Krisen auch Chancen für Mutige. An niedrig bewerteten Anlagenmöglichkeiten fehlt es nicht. Sie sind jetzt an den Börsen reichlich zu finden.

Impressum, Wichtige Hinweise

KONTAKT

BANKHAUS ELLWANGER & GEIGER AG

Helmut Kurz

Leiter Immobilienaktien/REITS

Makrostrategie /Redaktion

www.privatbank.de/

kapitalmarkt

Ausgabe März 2020

Amtsgericht Stuttgart, HRB 766641

Vorstand: Dr. Volker Gerstenmaier,

Harald Brenner

Aufsichtsratsvorsitzender: Lars Hille

HINWEISE

Die Darstellungen geben die aktuellen Meinungen und Einschätzungen zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder. Sie können ohne Vorankündigung angepasst oder geändert werden. Die enthaltenen Informationen wurden sorgfältig geprüft und zusammengestellt. Eine Gewähr für Richtigkeit und Vollständigkeit kann nicht übernommen werden. Bei den Performancedarstellungen handelt es sich um die Betrachtung früherer Wertentwicklungen. Diese Angaben, Vergleiche und Betrachtungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Entwicklungen. Trotz eines erfahrenen Portfoliomanagements mit umfassendem und aktivem Managementansatz lassen sich auch bei breiter Streuung insbesondere die Risiken von Kursschwankungen, die Länder- und Bonitätsrisiken der Emittenten sowie Währungsrisiken nicht ausschließen. Auch ein bisher bewährter Analyseansatz garantiert keine zukünftigen Anlageerfolge. Angegeben ist die Nettowertentwicklung unter Berücksichtigung der in unserer Ellwanger.Geiger Vermögensstrategie Aktien bzw. Anleihen anfallenden Gebühren und Entgelten. Die Informationen sind keine Anlageberatung, Empfehlung oder Finanzanalyse. Für individuelle Anlageempfehlungen und umfassende Beratungen stehen Ihnen die Berater unseres Hauses gerne zur Verfügung. Die Urheberrechte für die gesamte inhaltliche und graphische Gestaltung liegen beim Herausgeber und dürfen gerne, jedoch nur mit schriftlicher Genehmigung, verwendet werden.

