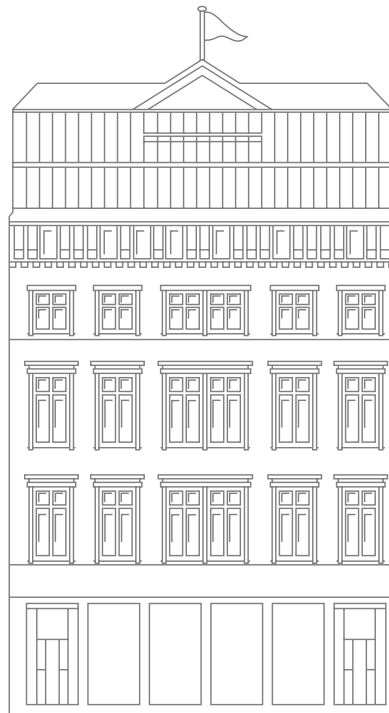


---

# MARCARD, STEIN & CO

Bankiers

---



DIE FAMILY OFFICE BANK

## Marktausblick für das zweite Halbjahr 2020

Nach Corona: Wie sich Wirtschaft, Politik und  
Marktstrukturen verändert haben



## VORWORT

Rund 41 Millionen Menschen haben sich in den USA seit Beginn der Coronakrise arbeitslos gemeldet. Am 10. Juni veröffentlichte die OECD in Paris ihren ökonomischen Ausblick und revidierte ihre Prognose für das Wachstum der Weltwirtschaft im laufenden Jahr auf bis zu minus 7,6 Prozent herab. Am selben Tag konnte der Index der US-amerikanischen Technologiebörse NASDAQ das erste Mal in seiner Geschichte den Wert von 10.000 Punkten überschreiten und damit ein Allzeithoch erreichen. Der breite US-Aktienmarkt notiert nur mehr acht Prozent unter dem Allzeithoch.

Wie passen diese so unterschiedlichen Nachrichten zusammen? Offensichtlich hat sich die Bewertung der Aktienmärkte sehr deutlich von den volkswirtschaftlichen Fundamentaldaten gelöst. Das ist kein neues Phänomen. Bereits vor einem Jahr, also lange vor Corona, haben wir dieses Thema im Vorwort des damaligen Halbjahresausblicks diskutiert. Die Erklärung, die wir damals gaben, ist auch heute noch gültig: Die Aktienmärkte reagieren vor allem auf die geldpolitische Unterstützung und lösen sich damit zunehmend von den realwirtschaftlichen Rahmenbedingungen.

In der aktuellen Coronakrise kommt hinzu, dass nicht allein die Notenbanken die Märkte unterstützen, sondern auch die Fiskalpolitik. Der durchschnittliche öffentliche Schuldenstand im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt wird sich im laufenden Jahr um gewaltige 20 Prozentpunkte erhöhen. Ein Großteil der neuen Staatsschulden landet auf den Bilanzen der Zentralbanken, die im Gegenzug die Geldmenge erhöhen. Der enorme Liquiditätsschub lindert die realwirtschaftlichen Schäden des Lockdown, kommt aber eben auch den Kapitalmärkten zugute.

Trotzdem bleibt es ein Kursaufschwung ohne Euphorie, sondern voller Misstrauen und Unbehagen. Kurzfristig haben die Märkte viel Positives vorweggenommen und spiegeln die gesunkene Wahrscheinlichkeit eines zweiten, landesweiten Lockdown wider. Am Ende müssen sich Aktienmärkte und Volkswirtschaft auf die eine oder andere Weise wieder annähern. Ignoriert der Kapitalmarkt nicht schlichtweg die ökonomische Realität? Sind steigende Staatsschulden nicht der Vorbote einer kommenden Krise? Wird diese Politik nicht langfristig inflationär und damit destabilisierend?

Dem kann man entgegenhalten, dass der Zeitpunkt für eine massive Erhöhung der Staatsverschuldung selten günstiger war. In fast allen Ländern sind die Zinsen auf extrem niedrigen Niveaus, bei deutschen Staatsanleihen sogar negativ. Und, was für die Tragfähigkeit der Schulden noch wichtiger ist: Sie sind niedriger als das langfristige Potenzialwachstum. In einer solchen Situation führt die Staatsverschuldung nicht zu einer Belastung künftiger Generationen. Hinzu kommt, dass der staatliche Nachfrageimpuls in einem Umfeld stark gesteigener Arbeitslosigkeit und unterausgelasteter Kapazitäten kurzfristig keinen Inflationsdruck erzeugt.

Das heißt jedoch nicht, dass die Coronakrise ohne langfristige Folgen bleiben wird. In vielen Bereichen hat das Virus bestehende Trends weiter verstärkt und könnte dadurch wie eine Art Brandbeschleuniger wirken. Bei den Unternehmen stehen den Gewinnern, die von digitalen Geschäftsmodellen und einer soliden Kapitalausstattung in der Krise profitierten, zahlreiche Verlierer aus Branchen wie Tourismus, Handel oder Gastgewerbe gegenüber. Große Verlierer sind zudem rohstoffexportierende Schwellenländer, die unter dem Preisverfall vieler Produkte leiden. Der starke Anstieg der Arbeitslosigkeit insbesondere in den USA verstärkt zudem die Spannungen zwischen Armen und Reichen. Die Niveaus der wirtschaftlichen Aktivität vor der Krise werden frühestens 2022 wieder erreicht. Das beherrzte und schnelle Eingreifen der Wirtschaftspolitik hat schlimmeres verhindert. Die Börsen gehen von einer zügigen und ungestörten Erholung der Unternehmen aus.

Ist die Coronakrise auch Anlass, die Grundsätze der eigenen Anlagepolitik zu überdenken? Wir denken nicht. Einmal mehr hat sich gezeigt, dass Diversifikation, der Fokus auf Qualität und die Ausrichtung an langfristigen Zielen die besten Mittel sind, um schwierige Zeiten zu überstehen.



*Thomas R. Fischer*

Thomas R. Fischer, Sprecher des Vorstandes  
Hamburg, Juni 2020



---

<b>Vorwort</b>	<b>1</b>
<b>Nach Corona: Wie sich Wirtschaft, Politik und Marktstrukturen verändert haben</b>	<b>4</b>
Schwarzer Schwan: Eine beispiellose Rezession	4
Klotzen statt kleckern: Die wirtschaftspolitische Reaktion	4
Das große Unbehagen: Immer mehr Schulden	5
Zwangsmodernisierung und Konzentration: Wie Corona die Marktstrukturen verändert	7
Liberalismus und Leviathan: Die politische Dimension der Krise	8
Globalisierung und Schwellenländer: Die eigentlichen Opfer der Krise	9
Nach Corona: Was sich wirklich verändert hat (und was nicht)	10
<b>Konjunktur</b>	<b>11</b>
U, V, L oder J: Welchem Muster folgt die Erholung?	11
Verwirrende Daten	12
Starke wirtschaftspolitische Impulse	13
<b>Aktienmarkt</b>	<b>15</b>
Schnellster Crash der Geschichte durch das Coronavirus	15
Verbesserte Geschäftslage im Vergleich zum zweiten Quartal	15
Positive Aktienmärkte bis zum Jahresende	15
Unterschiedliches sektorales Rebound-Potenzial	16
Geografische Rotation möglich	17
<b>Rentenmarkt</b>	<b>18</b>
Die Notenbanken nutzen ihr gesamtes Arsenal	18
Senkt auch die Fed die Zinsen unter Null?	18
Konjunkturelle Erholung lässt die langfristigen Zinsen etwas ansteigen	19
<b>Rohstoffmarkt</b>	<b>20</b>
Niedrige Realzinsen stützen Gold	20
Abbau des Überangebots bei Rohöl	21
<b>Devisenmarkt</b>	<b>22</b>
Der Euro wird stärker	22
<b>Immobilienmarkt</b>	<b>23</b>
Nutzermärkte	23
Investmentmärkte	23
Finanzierungsmärkte	23
Praktische Hinweise für krisenbetroffene Vermieter	24
<b>Beteiligungen</b>	<b>25</b>
Krisenphasen – Chancen für Neuinvestments	25
Private Equity: Fokus auf Bestandsportfolio	25
Listed Private Equity: Discounts wieder attraktiver	27
Private Debt: Anstieg der Ausfallraten	27
Beteiligungsstrategie	27
<b>Taktische Allokationsempfehlung</b>	<b>28</b>

---

## NACH CORONA: WIE SICH WIRTSCHAFT, POLITIK UND MARKTSTRUKTUREN VERÄNDERT HABEN

Anfang des Jahres war die Zuversicht groß, dass die Weltwirtschaft 2020 schneller wachsen würde als im Vorjahr. Nur ein halbes Jahr später befindet sie sich in der **schwersten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg**. Nicht nur das Tempo des wirtschaftlichen Absturzes ist ohne Beispiel. Es ist auch die erste Rezession, die durch politische Eingriffe gezielt herbeigeführt wurde. Der Einbruch der Konjunktur ist der Kollateralschaden, den die Politik mit ihren Maßnahmen zur Verlangsamung der Ausbreitung des Corona-Virus in Kauf genommen hat. Die staatlichen Bemühungen, diesen Schaden durch geld- und fiskalpolitische Gegenmittel möglichst gering zu halten, haben ebenfalls historische Ausmaße. Bei so vielen Superlativen liegt die Vermutung nahe, dass die Welt nach Corona eine andere sein wird als zuvor. Doch nicht alle Veränderungen, die die Krise bisher gebracht hat und noch bringen wird, sind ausschließlich durch das Virus verursacht und auch nicht alle werden dauerhaft sein. Es lohnt sich daher, die Besonderheiten des Corona-Schocks herauszuarbeiten und zu überprüfen, welche langfristigen Folgen das Virus für Wirtschaft, Märkte und Politik haben wird.

### Schwarzer Schwan: Eine beispiellose Rezession

Große Volkswirtschaften sind träge wie Containerschiffe. Selbst wenn das Steuer schnell herumgerissen wird, braucht es eine ganze Weile, bis sich die Fahrtrichtung ändert. Bei normalen Rezessionen dauert es mehrere Quartale, bis alle volkswirtschaftlichen Bereiche die Auswirkungen spüren. Die Coronakrise hingegen hat zu einem abrupten Ende der wirtschaftlichen Aktivität geführt, das man in dieser Form bislang nur aus den Schwellenländer als „Sudden Stop“ kannte. Auslöser der Rezession waren staatliche Maßnahmen wie die Schließung von Schulen, Geschäften und Produktionsstätten, die Absage von öffentlichen Veranstaltungen, die Einschränkung der Versammlungsfreiheit, Mobilitäts- und Reiseeinschränkungen sowie Quarantäne-Maßnahmen. Damit zog die Politik den Stecker und legte den volkswirtschaftlichen Motor lahm.

**Wirtschaftlich gesehen ist die Coronakrise ein paralleler Angebots- und Nachfrageschock.** Unternehmen werden in der Produktion von Waren und Dienstleistungen eingeschränkt, sodass globale Lieferketten zusammenbrechen. Auf der Nachfrageseite dämpfen Ausgeh- und Kontaktver-

bote den Konsum. Massive Entlassungswellen führen zu Einkommensverlusten und erhöhen die Unsicherheit der Konsumenten. Sorgen vor der Zukunft können zu einer höheren Spartätigkeit führen, was die Konsumnachfrage noch weiter reduziert. Der Einbruch der Aktienmärkte verstärkt dies über einen negativen Vermögenseffekt. Hinzu kommt ein Liquiditätsschock, der durch den Ausfall von Einnahmequellen entsteht. Diese Schocks treffen nicht alle Bereiche im gleichen Ausmaß. Auf der Unternehmensseite zählen Fluglinien, die Tourismusbranche, das Hotel- und Gaststättengewerbe, der stationäre Einzelhandel und der Ölsektor zu den größten Verlierern. Gewinner sind dagegen unter anderem der Online-Handel, Kommunikationsdienstleistungen, Technologie-Unternehmen und Versorger.

Rezessionen werden typischerweise durch Übertreibungen ausgelöst, die während der konjunkturellen Aufschwungphase entstehen. So kann eine überhitzte Nachfrage zu steigenden Preisen und Löhnen führen, was die Zentralbank mit Zinserhöhungen beantwortet und auf diese Weise die private Nachfrage einbrechen lässt. Eine zu stark gestiegene Verschuldung kann eine Kettenreaktion von Kreditausfällen auslösen, die die Nachfrage bremst und die Konjunktur abwürgt. Steigende Ölpreise oder fallende Immobilienpreise zählen ebenso zu möglichen Rezessionsursachen. **Die Coronakrise ist jedoch der Schwarze Schwan unter den Rezessionen**, da sie keinem dieser Muster folgt. Sie wurde durch einen exogenen Schock ausgelöst, der in dieser Größenordnung ohne historisches Vorbild ist. Da außergewöhnliche Umstände bekanntlich außergewöhnliche Maßnahmen erfordern, stellten auch die wirtschaftspolitischen Reaktionen neue Rekorde auf.

### Klotzen statt kleckern: Die wirtschaftspolitische Reaktion

**Der Staat spielt in der Coronakrise eine doppelte Rolle.** Einerseits verursacht er die Rezession durch den Lockdown, andererseits bekämpft er die negativen wirtschaftlichen Folgen durch geld- und fiskalpolitische Maßnahmen. Der Staat gleicht damit dem Arzt, der den Patienten aus medizinischen Gründen in ein künstliches Koma versetzen muss, ihn dabei aber am Leben erhält und nach erfolgrei-

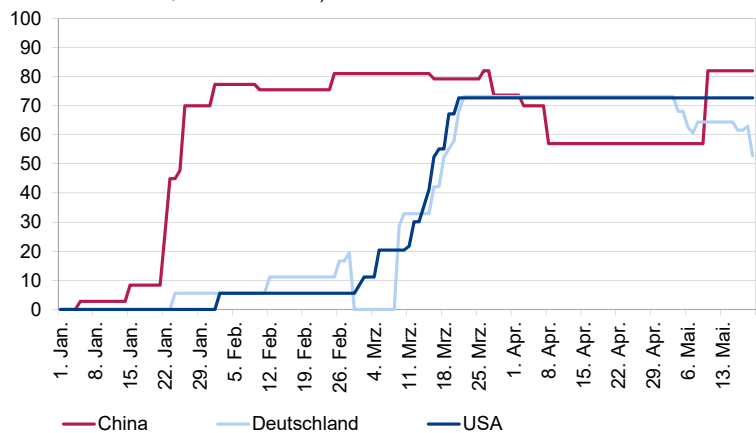
cher Behandlung dessen schnelle Genesung fördert.

Die schnellsten Reaktionen kamen von der **Geldpolitik**. Raschen Zinssenkungen in den USA folgten weltweit große und teils unlimitierte Ankaufprogramme für Wertpapiere und gezielte Maßnahmen zur Verbesserung der Liquiditätsversorgung. Seit Beginn der Krise ist die Bilanzsumme der Fed um mehr als 3 Billionen US-Dollar angestiegen, die der EZB um 750 Milliarden Euro. Auf diese Weise konnte eine Ansteckung des Finanzsektors verhindert werden. Während die Banken während der Lehman-Krise noch die Ursache des Problems waren, sind sie in der aktuellen Situation Teil der Lösung. Doch gerade im Euroraum, wo die Einlagenzinsen bei der Zentralbank schon vor Corona negativ waren, ist der Handlungsspielraum der Geldpolitik begrenzt.

Nicht nur aus diesen Gründen muss die **Fiskalpolitik** einen Großteil der Krisenbekämpfung übernehmen. Das deutsche Modell des Kurzarbeitergeldes, das sich bereits in der Finanzmarktkrise 2008/09 bewährt und damals einen stärkeren Anstieg der Arbeitslosigkeit verhindert hatte, wurde in vielen Ländern übernommen. Staatliche Gehaltsübernahmen machen fast ein Drittel des Fiskalimpulses in den entwickelten Volkswirtschaften aus. Zusammen mit den erhöhten Ausgaben für die Arbeitslosenunterstützung und direkten Transferleistungen entfällt mehr als die Hälfte der staatlichen Hilfen auf die Unterstützung der durch die Krise betroffenen Arbeitnehmer. Der zweite große Block umfasst Kredite an Unternehmen und Kreditgarantien. Dazu kommen Steuersenkungen, öffentliche Investitionen und verstärkte Ausgaben im Gesundheitssektor. Der IWF schätzt den globalen fiskalischen Impuls auf insgesamt 9 Billionen US-Dollar. Rund zwei Drittel kommt aus den entwickelten Volkswirtschaften, innerhalb derer die USA

### Strenge staatlicher Eindämmungsmaßnahmen

(Oxford Covid-19 Government Response Stringency Index, Minimum = 0, Maximum = 100)



gut die Hälfte beisteuern. Der fiskalische Impuls in den USA ist damit rund zweieinhalb Mal so groß wie im Euroraum.

Die Geld- und Fiskalpolitik hat weltweit schnell, beherzt und gezielt auf die Krise reagiert. Sie lindert die Schmerzen, kann aber die größte Rezession der Nachkriegszeit nicht verhindern. Was kurzfristig hilfreich und weitgehend alternativlos ist, kann langfristig allerdings zum Problem werden.

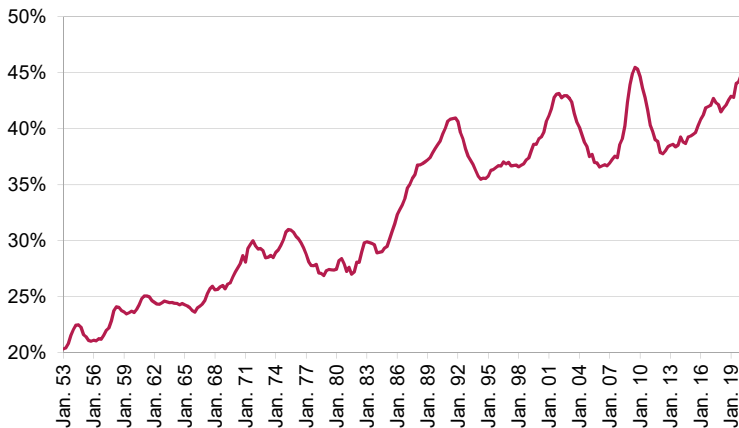
### Das große Unbehagen: Immer mehr Schulden

Der **globale öffentliche Schuldenstand** wird nach Schätzungen der UBS im laufenden Jahr um durchschnittlich 20 Prozent des BIP wachsen. Das öffentliche Defizit in den USA könnte 2020 3,7 Billionen US-Dollar betragen und der gesamte Schuldenstand im Verhältnis zum BIP auf über 100 Prozent steigen, dem höchsten Wert seit dem Zweiten Weltkrieg. Auch Kanada, Spanien und Frankreich werden die 100-Prozentmarke in diesem Jahr überschreiten, während Italien ein Schuldenstand von über 150 Prozent droht.

Vor zehn Jahren haben die Wirtschaftswissenschaftler Reinhart und Rogoff darauf hingewiesen, dass ein staatlicher Schul-

*Die Geld- und Fiskalpolitik hat weltweit schnell, beherzt und gezielt auf die Krise reagiert.*

**US-Unternehmensschulden** in Prozent des BIP  
(Verschuldung von US-Unternehmen außerhalb des Finanzsektors im Verhältnis zum US-BIP)



*Für die meisten Staaten dürfte der Anstieg der Verschuldung verkraftbar sein.*

denstand von über 90 Prozent des BIP zu deutlichen Wachstumseinbußen führt. Ihre Ergebnisse sind nicht unbestritten geblieben und hängen von vielen Voraussetzungen ab. Aus Sicht der Praxis wirft das Ausmaß der Defizite eher die Frage auf, ob der Schuldendienst auch in Zukunft geleistet werden kann. Bereits nach der Lehman-Krise stieg die Staatsverschuldung stark an. Doch durch den gleichzeitigen Rückgang der Kapitalmarktzinsen ist die Zinslast für die meisten Staaten seit 2007 nicht gestiegen sondern gesunken.

Dies kann sich allerdings sehr schnell ändern, wenn die **Zinsen** steigen sollten. In diesem Fall kommt es zusätzlich zu einem Verdrängungseffekt, da die private Investitionsnachfrage bei steigenden Zinsen abnimmt. Für die Notenbanken wird es bei einem hohen Staatschuldenstand also immer schwieriger, die Zinsen zu erhöhen, da die Nebenwirkungen auf den staatlichen Schuldendienst und die private Nachfrage zu groß werden. Im Gegenteil: Die Zentralbank muss sogar aktiv den Anstieg der langfristigen Zinsen verhindern, der sich aus einem erhöhten Angebot von Staatsanleihen und steigenden Risikoprämien ergeben kann. Letztlich ist die Notenbank also gezwungen, große Teile der zusätzlichen Staatsschulden anzukaufen.

Die damit verbundene Erhöhung der Geldmenge kann in Krisenzeiten und bei niedriger Inflation durchaus erwünscht sein. Da die Zentralbanken jedoch in erster Linie der Preisstabilität verpflichtet sind, kann es schnell zu einem Zielkonflikt kommen. Aktuell gibt es allerdings wenig Grund, sich vor Inflation zu sorgen. Der massive Einbruch der Ölpreise und der starke Einbruch der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage lassen die Preise kurzfristig sogar fallen.

Der Ökonom Olivier Blanchard hat darauf hingewiesen, dass ein einmaliger starker Anstieg der Verschuldung unproblematisch ist, wenn mittelfristig das nominale Wachstum größer als der nominale Zins ist. Unter diesen Umständen sind keine Steuererhöhungen zur Schuldenfinanzierung und -reduzierung nötig. **Für die meisten Staaten dürfte der Anstieg der Verschuldung daher verkraftbar sein**, doch es gibt Ausnahmen. Italien hat mit einem Anstieg der Risikoprämien zu kämpfen, weil es auf europäische Hilfen angewiesen ist, um die Krise zu meistern. Innerhalb der Schwellenländer haben insbesondere die öllexportierenden Länder mit dem Wegbrechen der staatlichen Einnahmen zu kämpfen.

Doch nicht nur die öffentlichen Schulden sind in der Coronakrise massiv angestiegen, sondern auch die **Schulden von privaten Unternehmen**. Damit verstärkt sich eine bedenkliche Tendenz, die bereits vor der Krise begann. Nach Angaben des International Institutes of Finance sind die Unternehmensschulden außerhalb des Bankensektors von 48 Billionen US-Dollar Ende 2009 auf 75 Billionen US-Dollar Ende 2019 gestiegen. Besonders stark hat der Anteil bonitätsschwacher Anleihen zugenommen. 2011 machten Unternehmensanleihen von BBB-Emittenten etwa ein Drittel des Gesamtmarkts aus, heute ist es die Hälfte. Bereits Ende 2019 hatte der Internationale Währungsfonds davor gewarnt, dass 40 Prozent der ausstehenden



Unternehmensanleihen in einer größeren Krise ausfallgefährdet sein könnten. Besonders gefährdet sind Anleihen unterhalb der BBB-Grenze. Der Markt für Hochzinsanleihen in US-Dollar ist nach Angaben von JPMorgan seit 2007 um mehr als 65 Prozent auf 1,6 Billionen US-Dollar gestiegen. Zudem hat sich in den USA der Markt für „leveraged loans“, die bei Private Equity-Transaktionen zum Einsatz kommen, im selben Zeitraum auf 1,3 Billionen US-Dollar mehr als verdoppelt.

Es wundert daher nicht, dass die **US-Notenbank** am 23. März angekündigt hat, zukünftig auch Unternehmensanleihen ankaufen zu wollen. Unter bestimmten Bedingungen können sogar die Anleihen von High Yield-Emittenten erworben werden. Die Fed betritt damit Neuland, denn niemals zuvor wurden Unternehmensanleihen aufgekauft. Dass der US-amerikanische Aktienindex S&P 500 am Tag der Fed-Ankündigung seinen Tiefstand erreicht hat, dürfte kein Zufall sein, denn die Sorge vor massiven Kreditausfällen hatte viele Marktteilnehmer zu Absicherungsgeschäften mit Aktien veranlasst. In ihrer Begeisterung dürften jedoch einige das Kleingedruckte übersehen haben. Für einzelne Emittenten darf die Fed maximal 10 Prozent der ausstehenden Anleihen ankaufen und beim Erwerb von High Yield gelten sehr restriktive Bedingungen, mit denen praktisch der gesamte Leveraged Loan-Sektor ausgeschlossen ist.

Dass der Markt diese Einschränkungen ignoriert, könnte aber auch einen ganz anderen Grund haben. Denn durch die Intervention am High Yield-Markt wird ein **falscher Anreiz bei den Marktteilnehmer** gesetzt („moral hazard“), der nach der Fed-Ankündigung zu Zuflüssen in Höhe von 6 Milliarden US-Dollar in US High Yield-ETFs geführt hat. Viele spekulieren darauf, dass die Fed es sich immer weniger leisten kann, das Segment nicht zu unterstützen und über die ursprüngliche Ankündigung hinaus die Käufe ausweiten wird. Das könnte die Fed wiederum dazu zwingen, ein Exempel zu statuieren, indem sie – ähnlich wie beim Subprime-Segment in der Finanzmarktkrise oder den US-Sparkassen in den 1980er Jahren – nicht alle spekulativen Engagements rettet.

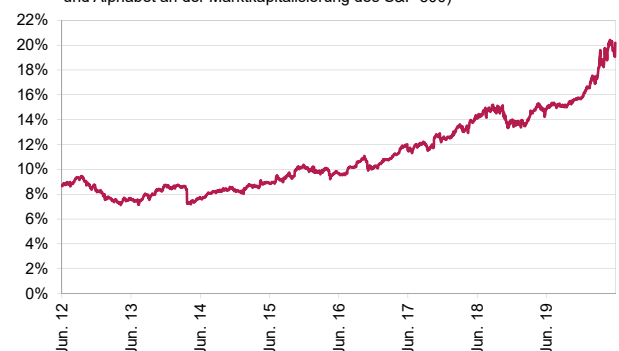
### Zwangsmodernisierung und Konzentration: Wie Corona die Marktstrukturen verändert

**Innerhalb des Unternehmenssektors tut sich ein Graben auf.** Große Unternehmen mit wenig Schulden, die in kei-

nem von Corona stark betroffenen Sektor tätig sind, werden die Krise weitgehend unbeschadet überstehen können. Kleinere Unternehmen mit hohen Schulden aus kritischen Branchen sind dagegen in ihrer Existenz bedroht. Das spiegelt sich auch an den Aktienmärkten wider. Mit Kursverlusten von bis zu 80 Prozent seit Jahresbeginn leiden beispielsweise die Veranstalter von Kreuzfahrten wie Carnival, Royal Caribbean oder Norwegian massiv unter der Krise. Grund ist nicht nur, dass der Tourismus komplett zum Erliegen gekommen ist, sondern auch, dass sich die Unternehmen wegen der häufig in Steueroasen zugelassenen Schiffe nicht für Staatshilfen in den USA qualifizieren. Gewinner sind dagegen die US-Techgiganten Microsoft, Apple, Amazon, Alphabet und Facebook, deren Anteil an der Marktkapitalisierung des S&P 500 in der Krise auf über 20 Prozent gestiegen ist.

**Die Gewinner zeichnen sich durch gemeinsame Eigenschaften aus.** Sie haben Geschäftsmodelle, die online funktionieren, verkaufen zu einem großen Teil digitale Produkte, nutzen Abonnement-Modelle, die den Cash Flow auch in Krisenzeiten sichern, sind global präsent, verfügen über enorme finanzielle Reserven und sind Quasi-Monopolisten. Wenn nur eine einzige dieser Eigenschaften nicht vorhanden ist, kann die Coronakrise für Unternehmen gefährlich werden. Ähnlich wie das Virus selbst, das insbesondere für Menschen mit Vorerkrankungen tödlich sein kann, bedroht die Coronakrise viele Unternehmen, die bereits vorher in Schwierigkeiten waren.

Konzentration am US-Aktienmarkt  
(Anteil der Marktkapitalisierung von Facebook, Amazon, Apple, Microsoft und Alphabet an der Marktkapitalisierung des S&P 500)



Doch es gibt auch positive Effekte. Bei vielen Unternehmen kommt es zu einer **Zwangsmodernisierung**. Innerhalb kürzester Zeit werden moderne Kommunikations- und Arbeitstechniken eingeführt, die Arbeitsstrukturen flexibilisiert und das Produktangebot umgestellt oder erweitert.

Die Notwendigkeit eines digitalen Geschäftsmodells dürfte inzwischen jedem Unternehmen bewusst geworden sein. Beim Produktivitätswachstum, das seit Jahren abnimmt, könnte die Coronakrise sogar zu einer Trendwende führen.

In gewisser Weise sorgt Corona also für ein reinigendes Gewitter und dient als Treiber des technologischen Fortschritts. Doch es gibt auch eine Kehrseite, denn **die Marktmacht der digitalen Monopolisten hat inzwischen gigantische Ausmaße angenommen**. Der Ökonom Thomas Philippon hat in seinem Buch „The Great Reversal: How America Gave Up on Free Markets“ die Konzentrationstendenzen in der US-Wirtschaft untersucht. Während der Wettbewerb in den USA in den 1990er Jahren noch deutlich höher als in Europa war, hat sich dieses Verhältnis in den letzten beiden Jahrzehnten umgekehrt. Philippon führt dies in erster Linie auf den zunehmenden politischen Einfluss der US-Großkonzerne zurück. Der abnehmende Wettbewerbsdruck schadet der US-Wirtschaft, da er unter anderem überhöhte Preise und sinkenden Innovationsdruck zur Folge hat. Corona verstärkt diese Tendenz und birgt zudem die Gefahr, dass eine ganze Kohorte von Start-Up-Unternehmen den widrigen Marktbedingungen zum Opfer fällt und damit die langfristige Erneuerung der Wirtschaft ausbleibt.

Die Konzentrationstendenzen werden durch den Einfluss des Staates gefördert, dessen Hilfen eher den großen und etablierten Unternehmen zugutekommen. Die Luftfahrtindustrie wird in vielen Ländern teilverstaatlicht, was den Einfluss der bisherigen Aktionäre verwässert. Die historischen Erfahrungen zeigen, dass staatlicher Einfluss bei privaten Unternehmen keine Erfolgsgeschichte ist. **Was als temporäre Rettungsmaßnahme gedacht ist, wird häufig zu einer langfristigen Beteiligung**. Für den Staat ist es verlockend, als Eigentümer die Kosten der Rettung über höhere Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufe wieder abzuschöpfen. Die EU-Kommission hat deshalb strenge Regeln erlassen, die es Unternehmen mit Staatsbeteiligung untersagen, eigene Aktien zurückzukaufen sowie Dividenden und Boni zu bezahlen. Dies schadet allerdings den Altaktionären und wirkt sich negativ auf die Wettbewerbsfähigkeit der betroffenen Unternehmen aus.

### **Liberalismus und Leviathan: Die politische Dimension der Krise**

Der Staat spielt in der Coronakrise die entscheidende Rolle. Marcel Fratzscher vom Deutschen Institut für Wirtschafts-

forschung sieht die Krise als „letzten Sargnagel für den Neoliberalismus“, da sich nun gezeigt habe, dass der Markt in entscheidenden Bereichen nicht mehr allein funktioniere. Andere fürchten dagegen, dass sich Thomas Hobbes pessimistische Sicht bewahrheitet. Der Staat erfüllt zwar im Moment seine Aufgabe, die Individuen voreinander zu schützen, doch das erfordert gravierende Einschnitte in die Grundrechte des Einzelnen. Damit könnte der Staat zu jenem biblischen Seeungeheuer Leviathan werden, gegen dessen Allmacht sich niemand mehr wehren kann.

Obwohl das Virus eine globale Bedrohung darstellt und daher auch eine supranationale Koordination erfordert hätte, führte die Krise de facto zu einer **Renaissance der Nationalstaaten**. Internationale Institutionen wie die Weltgesundheitsorganisation WHO geraten zwischen die nationalen Fronten und verlieren an Einfluss. Statt einer weltweit koordinierten Vorgehensweise dominierten die typischen nationalen Muster der Krisenbekämpfung. In China setzte man auf die altbewährte Mischung aus staatlicher Intervention, Repression und Fehlinformation. Die europäische Antwort auf die Krise war die Schließung der innereuropäischen Grenzen und ein Wirrwarr von nationalen und regionalen Maßnahmen. Zudem traf das Virus in Europa die schwächeren Volkswirtschaften am stärksten. So wirft der durch Corona ausgelöste Wirtschaftsschock Italien auf das BIP-Niveau vor Eintritt in die Währungsunion zurück. Dies verstärkt die bestehenden Spannungen innerhalb des Euroraums. In den USA wiederum wählte man sich lange auf der sicheren Seite, leugnete dann die Gefahren, um schließlich das Ruder umso heftiger herumzureißen und die Wirtschaft lahmzulegen. Ganz anders als in Europa setzen die USA mit dem landestypischen Optimismus auf die rasche Entwicklung eines Impfstoffes und haben dazu mit der „Operation Warp Speed“ eine Gemeinschaftsinitiative öffentlicher und privater Forscher nach dem Vorbild des „Manhattan Projects“ ins Leben gerufen.

Doch trotz dieser nationalen Alleingänge zeigt sich in der **wirtschaftspolitischen Reaktion** der einzelnen Staaten eine erstaunliche Kohärenz. Seit Jahresbeginn erfolgten bei den globalen Notenbanken 139 Zinssenkungen und nur 4 Zinserhöhungen, dazu kommen erweiterte Kreditlinien und zusätzlichen Ankäufe von Wertpapieren. Überall auf der Welt werden fiskalische Programme zur Stützung der Wirtschaft aufgelegt. All diese Reaktionen sind richtig und angemessen, aber sie fördern gleichzeitig die Tendenz der Verstaatlichung. Die Grenzen zwischen Fiskus und

Notenbank werden zunehmend unschärfer. In Großbritannien ist die Bank of England sogar zur direkten Staatsfinanzierung übergegangen.

Die gewaltige Zunahme des staatlichen Einflusses auf alle Lebensbereiche weckt **Zweifel, ob die getroffenen Maßnahmen zielführend und verhältnismäßig sind**. Davon profitiert aber in der Regel nicht die parlamentarische Opposition, die im Vergleich zu den Amtsträgern häufig hilflos wirkt. Vielmehr bildet sich ein buntes Spektrum von Skeptikern aus, das von streitlustigen Universitätsprofessoren auf der einen bis zu Verschwörungstheoretikern unterschiedlichster politischer Couleur auf der anderen Seite reicht. In der Kritik steht dabei nicht nur die Etablierung aller Lebensbereiche, sondern auch der Einfluss von demokratisch nicht legitimierten Virologen oder Philanthropen wie Bill Gates.

Welche politische Konsequenzen dies alles haben wird, ist noch offen. In Deutschland hat die CDU/CSU in den Umfragen deutlich zulegen können. In den USA ist die Zustimmung zu Präsident Trump während der Krise leicht gestiegen, allerdings liegt er im direkten Vergleich mit Joe Biden weiterhin hinter dem demokratischen Herausforderer. Der Ausgang der Präsidentschaftswahl in den USA im kommenden November ist angesichts einer rekordhohen Arbeitslosigkeit deutlich ungewisser geworden.

Der eigentliche **politische Sprengstoff** liegt jedoch nicht in den Umfrageergebnissen von Parteien oder Präsidentschaftskandidaten. Die weitere Verschlechterung der Beziehungen zwischen den USA und China ist eine direkt Folge der Coronakrise und dürfte die ohnehin angeschlagene Weltwirtschaft zusätzlich belasten. In Europa hat die Krise dagegen zu einer erstaunlichen Kehrtwende der deutschen Politik gegenüber den südeuropäischen Ländern geführt. Das stärkt kurzfristig den Zusammenhalt der Europäischen Union, führt aber zu neuen Konflikten zwischen Deutschland und Frankreich auf der einen und den „sparsamen Vier“ (Österreich, Niederlande, Schweden, Dänemark) auf der anderen Seite. Hinzu kommt die Entscheidung des Bundesverfassungsgerichts zu den Anleihekäufen der EZB, die zwar ursprünglich nichts mit Corona zu tun hat, aber das Potenzial birgt, die geldpolitische Reaktion der EZB in Krisenzeiten in Frage zu stellen. Dass das Verfassungsgericht die Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs überstimmt, ist zudem Wasser auf die Mühlen vieler radikaler politischer Kräfte in anderen EU-Staaten.

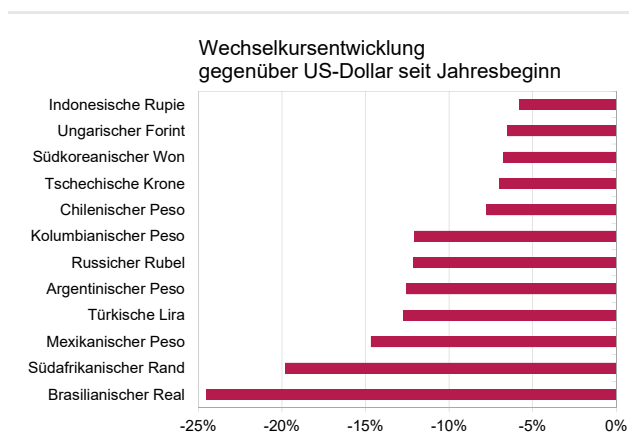
## Globalisierung und Schwellenländer: Die eigentlichen Opfer der Krise

Wenn es um die längerfristigen Folgen der Coronakrise für die Globalisierung geht, gibt es einen breiten Konsens: Die **Tendenz zur Deglobalisierung**, die seit der Finanzmarktkrise 2008/09 besteht, wird sich durch Corona verstärken. Kostenvorteile durch die weltweite Auslagerung von Produktionsschritten lassen sich nur dann ausnutzen, wenn Transportwege reibungslos funktionieren. Corona hat deutlich gemacht, dass dies nicht immer der Fall ist. Zudem macht die Krise bewusst, dass eine tiefe internationale Arbeitsteilung große Abhängigkeiten schafft. Macht es wirklich Sinn, 90 Prozent des weltweiten Penicillins in China zu produzieren? Viele Unternehmen werden ihre Kalkulationen überprüfen und neben dem reinen Kostenargument nun auch die uneingeschränkte Verfügbarkeit von Vorleistungen und die Unabhängigkeit im Krisenfall stärker gewichten. Und wer dies nicht freiwillig tut, wird einen entsprechenden staatlichen Druck zu spüren bekommen. Auch wenn in einigen Branchen die internationale Arbeitsteilung kaum rückgängig zu machen ist, wird die Coronakrise dem bestehenden Trend der abnehmenden Globalisierung noch weiter verstärken.

**Globale Wertschöpfungsketten machen mehr als zwei Drittel des Welthandels aus**. Der Anteil der Schwellenländer an diesem Handel hat sich in den letzten 30 Jahren auf 40 Prozent verdoppelt. Die teilweise Rückverlagerung von Produktionsschritten und die damit verbundene Verlangsamung des Welthandels wird viele Entwicklungsländer hart treffen. Dazu kommen mögliche Einschränkungen bei den Direktinvestitionen, die neben Kapitalzuflüssen auch einen Zuwachs von Know-how für Schwellenländer bedeuten. Steigende Kosten und sinkende Produktivität wirken preistreibend, doch sind höhere Preise bei schwacher Nachfrage kaum durchsetzbar. In vielen Fällen wird diese Entwicklung daher zu Lasten der Gewinnmargen gehen.

Doch es gibt auch **positive Entwicklungen für Schwellenländer**. Die massiven Leitzinssenkungen in den USA erleichtern die Bedienung von Fremdwährungsschulden. Auf Grund des vergleichsweise hohen lokalen Zinsniveaus gibt es zusätzlichen Spielraum für Leitzinssenkungen der nationalen Notenbanken. Der starke Einbruch der Ölpreise als Begleiterscheinung der Coronakrise hat dagegen extrem unterschiedliche Auswirkungen. Für ölproduzierende Länder kommt es zu erheblichen Exportausfällen, die insbeson-

dere die Staatseinnahmen hart treffen und damit dem notwendigen Fiskalimpuls Grenzen setzen. Die asiatischen Schwellenländer, die mit Ausnahme von Malaysia alle Nettoölimporteure sind, profitieren dagegen vom niedrigeren Ölpreis. Südkorea, China und Taiwan haben nicht nur den Corona-Ausbruch früh unter Kontrolle gebracht, sondern sind in ihrem Entwicklungsprozess so weit fortgeschritten, dass die inländische Nachfrage Ausfälle bei den Exporten langfristig kompensieren kann. Der Harvard-Ökonom Larry Summers sieht die Coronakrise sogar als Beginn eines asiatischen Zeitalters, das das amerikanische beendet.



Auch bei den Schwellenländern wird Corona also **bestehende Ungleichgewichte weiter verschärfen**. Einigen wenigen Gewinnern in Südostasien stehen zahlreiche Verlierer gegenüber, die in ihrem Entwicklungsprozess um Jahre zurückgeworfen werden. Wenn in diesen Ländern das BIP einbricht und damit langsamer als die Bevölkerung wächst, verstärkt sich die Armut. Neben Argentinien sind insbesondere Brasilien, die Türkei und Südafrika zudem von einer Staatspleite bedroht. Über 100 Länder haben den Internationalen Währungsfonds (IWF) bereits um Hilfe gebeten, für die meisten davon sind bereits Schuldenmatorien vereinbart. In vielen Fällen wird eine größeren Restrukturierung der Verschuldung nötig sein. IWF-Chefin Kristalina Georgieva hat bereits angekündigt, dass ihre Organisation die „Komfortzone“ verlassen und „außergewöhnliche Maßnahmen“ erwägen müsse.

### Nach Corona: Was sich wirklich verändert hat (und was nicht)

Der Corona-Schock hat die Weltwirtschaft am Ende einer langen, aber noch nicht abgeschlossenen Erholungsphase getroffen. Der Aufschwung seit dem Ende der Finanzmarkt-

krise 2008/09 hatte noch nicht zu so starken Übertreibungen geführt, dass eine schärfere Korrektur notwendig geworden wäre. Der „perfect storm“, der nun in der Weltwirtschaft wütet, ist nicht durch endogene Faktoren ausgelöst, sondern durch die staatlichen Reaktionen auf eine virale Bedrohung. In manchen Bereichen kann er dennoch wie ein reinigendes Gewitter wirken und im Unternehmenssektor hat er zu einem Modernisierungs- und Flexibilisierungsschub geführt.

### Die negativen Auswirkungen der Krise überwiegen jedoch.

Der scharfe Wachstumseinbruch wird zwar temporär sein, aber und nur langsam wieder aufgeholt werden und daher zu einem erheblichen Wohlstandsverlust führen. Die größere Rolle des Staates in der Wirtschaft und die verstärkte Tendenz zur Deglobalisierung senken dauerhaft die ökonomische Effizienz. Steigende Schulden bergen die Gefahr künftiger Krisen und einer langfristigen Rückkehr der Inflation. Der bestehende Konflikt zwischen den USA und China hat sich durch die Krise noch weiter verschärft und dürfte nun auf lange Zeit kaum mehr lösbar sein.

Die Coronakrise verstärkt bestehende Ungleichgewichte. Das gilt für den Unternehmenssektor, wo sich die Kluft zwischen den großen digitalen Monopolisten und den kleinen unabhängigen Anbietern weiter verschärft, aber auch für die Diskrepanz zwischen den meisten Schwellenländern und den hochentwickelten Industriestaaten. Der rasante Anstieg der Arbeitslosigkeit erhöht zudem den Abstand zwischen armen und reichen Bevölkerungsschichten. Solche Ungleichgewichte können in der Regel nur durch staatliche Eingriffe und Regulierungen korrigiert werden. Mit der komplexen Rolle als **gleichzeitiger Retter der Wirtschaft, des Klimas und des sozialen Friedens** ergeben sich für den Staat allerdings zahlreiche Zielkonflikte und Überforderungen.

Die verstärkten Ungleichgewichte sind auch eine Herausforderung für Anleger, denn sie machen zukünftige Krisen wahrscheinlicher. Und sie erfordern noch stärker als bisher ein gutes Selektionsvermögen, da die Kluft zwischen Gewinnern und Verlierern wächst. Gefahren lauern in allen Assetklassen, denn eine mögliche Inflation und steigende Zinsen schaden gerade den vermeintlich sicheren Anlagen. Der beste Schutz gegen solche Risiken ist und bleibt eine breite **Diversifikation des Vermögens** und eine an den langfristigen Renditezielen ausgerichtete strategische Asset Allokation. Daran hat auch die Coronakrise nichts geändert.

## KONJUNKTUR

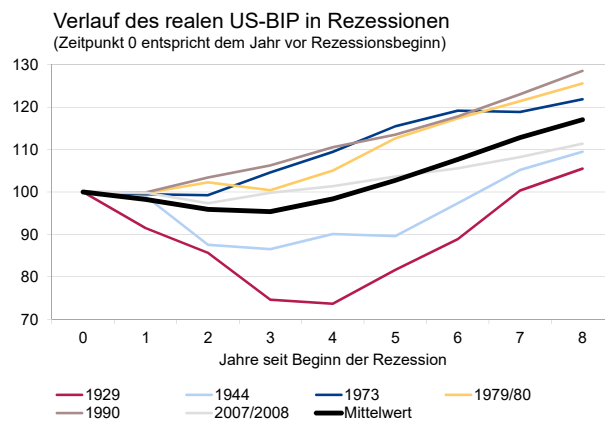
### U, V, L oder J: Welchem Muster folgt die Erholung?

Derzeit werden unterschiedliche Szenarien diskutiert, die auf anschauliche Weise mit der Form von **Buchstaben** assoziiert werden. Bei einer V-förmigen Erholung erfolgt der Aufschwung genauso schnell wie der Abschwung. Pessimistisch ist dagegen das L-Szenario, in dem es auf mittlere Sicht überhaupt keine dauerhafte Erholung gibt. Eine Mischung aus diesen beiden Szenarien ist das U, das eine zögerliche Erholung annimmt. Das optimistischste Szenario entspricht dem J (alternativ auch „Wurzelzeichen“ oder in Anlehnung an das bekannte Logo eines Sportartikelherstellers „Nike Swoosh“ genannt), bei dem der Vorkrisenwert nicht nur schnell erreicht, sondern auch bald wieder überschritten wird. Wenn die Erholung jedoch nicht dauerhaft ist und ein zweiter Einbruch erfolgt, ergibt sich das W-Szenario.

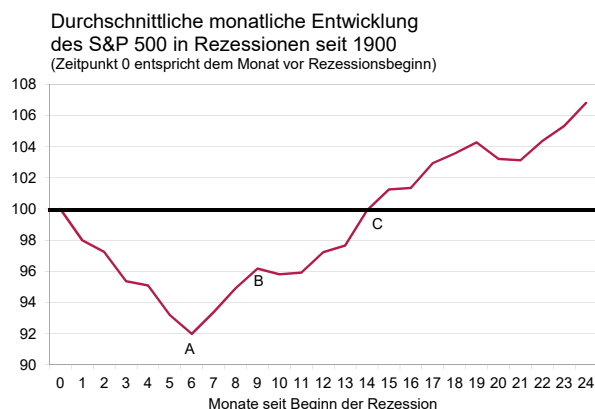
So anschaulich diese Buchstabensuppe auch sein mag, so viele Fragen wirft sie gleichzeitig auf. Zunächst muss geklärt werden, ob sich die Verlaufsmuster auf **Niveau- oder Prozentgrößen** beziehen. Bei starken Einbrüchen sind die Besonderheiten der Prozentrechnung zu beachten. Nach einem Rückgang um 25 Prozent bedarf es eines Wachstums um 33 Prozent, damit das alte Niveau wieder erreicht wird. Was gemessen an den Wachstumsraten nach einem J aussieht, ist mit Blick auf das Niveau nur ein V. Zudem muss definiert werden, auf welche wirtschaftlichen Größen sich die Buchstaben beziehen. Wenn sich einzelne Aktien oder Frühindikatoren V-förmig erholen, gilt dies noch lange nicht für Aktienindizes oder gesamte Volkswirtschaften. Entscheidend ist außerdem, welcher Zeitraum betrachtet wird. Was kurzfristig mehr einem U gleicht, kann längerfristig zu einem J werden.

In der Grafik ist das **Niveau des realen jährlichen BIP** in den USA in schweren Rezessionen dargestellt. Der erste Datenpunkt ist auf 100 normiert und entspricht dem BIP im Jahr vor der Rezession. Im historischen Durchschnitt dauerte es in den USA fünf Jahre, bis nach einer schweren Rezession das Vorkrisenniveau des BIP wieder erreicht wurde. In der jüngeren Vergangenheit ging es allerdings deutlich schneller. Eine echte V-förmige Erholung gab es nur 1979/80, als bereits im Jahr nach der Krise das BIP-Wachstum im Jahresvergleich positiv war. Das vermeintli-

che V entpuppte sich jedoch als W, da es 1982 zu einer „double-dip recession“ kam.



Der Blick auf die Jahreswachstumsraten ist jedoch zu grob, um die wirkliche Erholungsdynamik zu erkennen. Für den US-amerikanischen S&P 500 Aktienindex ist es möglich, die **Rezessionsdynamik** über einen Zeitraum von 120 Jahren zu analysieren. In dieser Phase gab es nach der offiziellen Klassifikation des Forschungsinstituts NBER 23 Rezessionen. Wenn man den Indexstand des S&P 500 im Monat vor Rezessionsbeginn auf 100 normiert und dann den Durchschnitt des Kursverlaufs über alle 23 Rezessionen bildet, ergibt sich der in der zweiten Grafik gezeigte Verlauf. Der Tiefpunkt am Aktienmarkt wird im historischen Durchschnitt sechs Monate nach dem Krisenbeginn erreicht (Punkt A). Danach setzt eine recht kräftige Erholung bis zum Punkt B ein, der eine etwas abgeflachte Erholungsdynamik bis zum Punkt C folgt, an dem nach mehr als 14 Monaten das Vorkrisenniveau wieder erreicht ist.



Ein ähnliches **Verlaufsmuster** sieht der portugiesische Ökonom Ricardo Reis in der aktuellen Situation auch beim BIP-Wachstum. Wie stark der Einbruch bis zum Punkt A ausfällt, hängt unter anderem von der Flexibilität der Produktionsprozesse und Dienstleistungsketten, der Produktivität der Heimarbeit und der Effektivität der wirtschaftspolitischen Hilfen ab. Die Stärke der ersten wirtschaftlichen Erholung bis zum Punkt B wird davon beeinflusst, wie schnell die Mobilitätseinschränkungen aufgehoben werden, wie rasch die Produktion wieder aufgenommen wird und mit welchem Tempo das Vertrauen der Verbraucher und Unternehmer zurückkehrt. In der zweiten Phase der Erholung bis zum Punkt C geht es vor allem um die Frage, wie stark das Produktionspotenzial unter der Krise gelitten hat, ob es Folgekrisen bei hochverschuldeten Staaten oder innerhalb des Bankensektors gibt und ob sich die Sparneigung aufgrund der Krise dauerhaft erhöht hat.

Punkt A wurde vermutlich im zweiten Quartal 2020 erreicht. Im zweiten Halbjahr ist dann ein kräftiger Anstieg des BIP bis zum Punkt B zu erwarten. Das Vorkrisenniveau beim Punkt C dürfte aber frühestens Anfang 2022 wieder erreicht werden. Ohne eine ausreichende wirtschaftspolitische Unterstützung besteht sogar die Gefahr, dass es zu einem erneuten Rückschlag kommt.

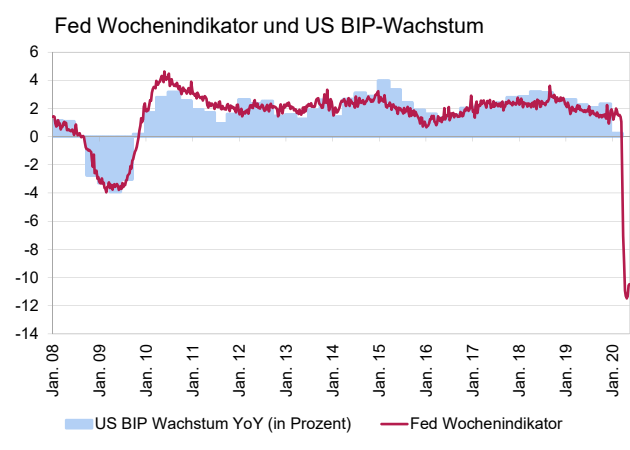
### Verwirrende Daten

Es fällt derzeit nicht leicht, sich ein klares Bild der wirtschaftlichen Entwicklung zu machen. Das Ausmaß des Corona-Schocks macht es schwer, die Konjunkturentwicklung mit dem **herkömmlichen Instrumentarium** vorherzusagen. Ökonomen nutzen zum einen die offiziellen, von den Behörden und statistischen Ämtern veröffentlichten „harten“ Daten wie Bruttoinlandsprodukt, Industrieproduktion oder die Arbeitslosenquote. Dazu kommen die „weichen“, auf Umfragen basierenden Früh- und Stimmungsindikatoren wie das Geschäftsklima, das Verbrauchervertrauen oder die Einkaufsmanagerindizes.

Die „harten“ Daten werden mit einer deutlichen Zeitverzögerung veröffentlicht und spiegeln daher die Vergangenheit wider. Daten wie die Auftragseingänge haben zwar eine Vorlaufeigenschaft zur tatsächlichen Produktion, aber für eine umfassende Einschätzung von Gegenwart und Zukunft sind Stimmungsindikatoren nötig. In der aktuellen Situation, die durch einen extrem schnellen Einbruch der wirtschaftlichen Aktivität gekennzeichnet ist,

zeigen sich allerdings auch die Schwächen der „weichen“ **Indikatoren**. Zum einen beeinflusst der genaue Zeitraum der Umfragen gerade in sehr volatilen Zeiten die Aussagekraft erheblich. Zum anderen wird beispielsweise bei der Erhebung der Einkaufsmanagerindizes die Veränderung der Einschätzung gegenüber dem Vormonat abgefragt. Nach einem massiven Einbruch ist es nicht ungewöhnlich, dass im Folgemonat viele Befragte eine relative Verbesserung zum Vormonat sehen (denn schlechter kann es ja kaum noch werden). Einkaufsmanagerindizes erholen sich daher nach starken Einbrüchen relativ rasch, was aber nicht zwangsläufig auf eine ähnlich schnelle Erholung der „harten“ Daten schließen lässt.

Diese Unzulänglichkeiten der traditionellen Konjunkturdaten haben zu einem stark steigenden Interesse an **hochfrequenten Konjunkturindikatoren** geführt. Die New York Fed veröffentlicht seit Mitte April einen wöchentlichen Konjunkturindikator, der den aktuellen Zustand der US-Wirtschaft widerspiegeln soll. Der Indikator ist so kalibriert, dass er mit der Jahreswachstumsrate des Quartals-BIP korrespondiert. Die Grafik verdeutlicht den engen Zusammenhang zwischen beiden Zeitreihen. Der Mittelwert des Indikators im laufenden zweiten Quartal legt einen Rückgang des BIP um knapp zehn Prozent gegenüber dem gleichen Quartal des Vorjahrs nahe.



Der **Indikator der Fed** nutzt Daten mit wöchentlicher und teilweise höherer Frequenz. Er setzt sich zusammen aus einem Indikator für die Umsatzentwicklung im Einzelhandel, den Anträgen auf Arbeitslosenunterstützung, der Entwicklung der Zeitarbeit, einer täglichen Umfrage zur Konsumentenstimmung, der Stahlproduktion sowie dem Strom- und Benzinverbrauch. Diese Größen werden von unterschiedlichen Faktoren beeinflusst, wobei das Wirt-

schaftswachstum der wichtigste Erklärungsfaktor sein dürfte. Mithilfe eines statistischen Verfahrens lässt sich dieser gemeinsame Erklärungsfaktor aus den Daten extrahieren.

In ihrem jüngsten Monatsbericht hat die **Deutsche Bundesbank** ebenfalls einen wöchentlichen Aktivitätsindex vorgestellt. Die hochfrequenten Indikatoren Strom und Maut spiegeln die inländische Produktion und den Handel im Inland wider, während die Zahl der Flüge einen Bezug zur globalen Aktivität herstellt. Aus Google-Suchanfragen werden die Variablen Arbeitslosigkeit und Kurzarbeit gewonnen, die sich auf den Arbeitsmarkt beziehen. Der Indikator Bargeld bildet einen Teil des Verbraucherverhaltens ab und die Größe Luftverschmutzung dient als Kennzahl für den Bereich Mobilität. Der Index der Bundesbank enthält also nicht die gleichen, aber ähnliche Größen wie der Wochenindex der Fed. Auch die statistische Konstruktion erfolgt analog. Allerdings wird der Index so normiert, dass er das Wachstum gegenüber dem Vorquartal misst und nicht wie der Fed-Indikator das Wachstum gegenüber dem Vorjahresquartal.

Leider veröffentlicht die Bundesbank ihren Index bislang nicht als Zeitreihe. Die verwendeten Daten sind jedoch teilweise öffentlich zugänglich, sodass sich zumindest der tendenzielle Verlauf nachvollziehen lässt. Nach Berechnungen der Commerzbank auf der Basis von Google Trends-Zahlen zur Kundenzahl im Einzelhandel dürfte der Einbruch von über 60 Prozent im März inzwischen zu mehr als einem Drittel wieder aufgeholt worden sein. Auch der LKW-Verkehr nimmt wieder zu, liegt aber noch etwa zehn Prozent unter dem Vorkrisenniveau. Ein guter **Echtzeitindikator** ist auch der Stromverbrauch, der in Deutschland zu rund drei Vierteln auf den Unternehmenssektor zurückgeht. Unter Berücksichtigung der saisonalen Muster und der Lage der Feiertage liegt der Stromverbrauch aktuell etwa zehn Prozent unter den Vergleichswerten der vergangenen Jahre.

Insgesamt legen die hochfrequenten Daten für Deutschland nahe, dass sich der BIP-Einbruch im laufenden zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal beschleunigt hat. Insbesondere im schwer getroffenen Dienstleistungssektor und dem Einzelhandel zeigt sich im Mai aber eine klare Erholungstendenz.

## Starke wirtschaftspolitische Impulse

Das Anfang Juni beschlossene **Konjunkturpaket der Bundesregierung** lag mit einem Volumen von 130 Milliarden Euro über den Erwartungen. Die Mehrausgaben und Steuerensenkungen summieren sich auf rund vier Prozent des für 2020 erwarteten BIP. In Verbindung mit den bereits erfolgten fiskalischen Impulsen ergibt sich ein Stimulus von gewaltigen 14 Prozent des jährlichen BIP. Die temporäre Senkung der Mehrwertsteuer im zweiten Halbjahr 2020 entspricht einer Entlastung in Höhe von 20 Milliarden Euro, die Unternehmen oder – bei einer entsprechenden Überwälzung – den Haushalten zugutekommt. Dazu kommen Zuschüsse für Familien mit Kindern, verbesserte Abschreibungs- und Verlustverrechnungsmöglichkeiten für Unternehmen sowie finanzielle Unterstützungen für die Kommunen. Das Paket wird dazu beitragen, den Wachstumsverlust im laufenden Jahr zu beschränken. Die bis Jahresende befristete Senkung der Umsatzsteuer wird allerdings zu Vorzieheffekten führen, die die Wachstumsaussichten für das kommende Jahr etwas dämpfen.

Mit Spannung darf man den Ausgang der Verhandlungen über den **Wiederaufbaufonds** („Recovery Fund“) der Europäischen Union erwarten. Der Vorschlag der EU-Kommission sieht unter anderem 500 Milliarden Euro vor, die als nicht rückzahlbare Zuschüsse an die von Corona besonders betroffenen EU-Staaten fließen sollen. Zur Finanzierung soll die EU-Kommission Anleihen begeben, die frühestens ab 2028 zurückgezahlt werden. Die Rückzahlung soll über höhere Beiträge der Mitgliedsländer und höhere eigene Einnahmen erfolgen (Emissionshandel, Digitalsteuer). Bislang gibt es eine Grenze von 1,23 Prozent des EU-BIP für die maximal einforderebaren Beiträge zum EU-Haushalt, das sind derzeit rund 171 Milliarden Euro. Der im vergangenen Jahr beschlossene EU-Haushalt für 2020 liegt bei 168 Milliarden Euro, schöpft also dieses Maximum fast aus. Um die Rückzahlung der Schulden zu ermöglichen, müssten sich die Beiträge zur EU vermutlich mehr als verdoppeln. Einige EU-Länder haben sich daher kritisch zu den Vorschlägen Deutschlands und Frankreichs geäußert.

In Verbindung mit den nationalen Fiskalpaketen ist der zu erwartende Impuls aus Brüssel Teil eines kräftigen fiskalpolitischen Stimulus. Geldpolitisch ergänzt wird er durch das Ankaufprogramm der EZB („Pandemic Emergency Purchase Programme“), das Anfang Juni von 750 auf 1.350 Milliarden Euro aufgestockt wurde. Beide Maßnahmen

werden dazu beitragen, dass die Erholung im zweiten Halbjahr in Europa kräftiger als erwartet ausfallen wird. Auf Jahressicht sind dennoch deutliche Verluste zu verbuchen. Während wir für Deutschland mit einem erwarteten BIP-Rückgang von minus 5,8 Prozent relativ optimistisch sind, könnten die Wachstumsverluste in Spanien und Italien zweistellig ausfallen.

Rund die Hälfte des globalen fiskalischen Stimulus in den entwickelten Volkswirtschaften kommt aus den **USA**. Der geldpolitische Impuls ist zudem deutlich höher als im Euroraum, da die Fed nicht nur ihre Bilanzsumme mehr als dreimal so stark wie die EZB ausgeweitet hat, sondern zudem noch die Leitzinsen um 150 Basispunkte gesenkt hat. Die USA sind allerdings auch das Land, das am stärksten unter dem Coronavirus leidet. Rund 28 Prozent aller global bestätigten Infektionen und Todesfälle entfallen auf die USA. Auch die Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt sind stärker als in jeder anderen entwickelten Volkswirtschaft. Die US-Arbeitslosenquote ist im Mai zwar überraschend gesunken, liegt mit einem Wert von 13,3 Prozent allerdings deutlich über den Niveaus in Europa. Derzeit erhalten Arbeitslose eine zusätzliche Unterstützung in Höhe von 600 US-Dollar pro Woche, was in vielen Fällen mehr als das vorherige Einkommen ist. Diese Leistungen sind allerdings bis zum 31. Juli 2020 befristet und könnten, wenn sie nicht verlängert werden, zu einer Belastung der privaten Konsumnachfrage führen. Da die Arbeitslosenquote in den USA dauerhaft erhöht bleiben wird, dämpft dies die Aussichten auf eine schnelle Erholung der Konjunktur.

Das Bild in den Schwellenländern ist gespalten. In **China**, wo die Pandemie ihren Ausgang nahm, deuten viele ökonomische Indikatoren auf eine weitgehende Normalisierung hin. So haben die Autoumsätze in China das Vorjahresniveau bereits wieder erreicht. Der inländische Flugverkehr liegt allerdings noch mehr als zehn Prozent unter seinem Vorjahreswert. Dennoch dürfte der wirtschaftliche Schaden in China geringer als in anderen Ländern ausfallen, da der Lockdown teilweise in die Phase der Neujahrsfeierlichkeiten fiel, in der die Produktion ohnehin still steht.

Ganz anders stellt sich die Situation in **rohstoffexportierenden Schwellenländern** wie Russland, Brasilien oder Südafrika dar. Diese Länder leiden nicht nur unter dem wirtschaftlichen Einbruch durch die Coronakrise, sondern auch unter dem starken Einbruch der Rohstoffpreise im März und April. In Indien wurden besonders strenge Lockdown-Maßnahmen verhängt, was zu erheblichen Wachstumseinbußen geführt hat. Kapitalflucht, geringere Direktinvestitionen und der verstärkte Trend zur Deglobalisierung trüben zudem die Aussichten vieler Schwellenländer außerhalb Ostasiens.

**Revision der Jahresprognosen:**

Die Coronakrise im ersten Halbjahr bedingt eine massive Abwärtsrevision unserer Wachstumsprognosen für das laufende Jahr. Im Vergleich zum Konsens sind wir etwas optimistischer für den Euroraum und China, aber pessimistischer für die anderen Schwellenländer und für die USA.

Wachstumsprognosen für 2020 im Überblick

	Aktueller Konsens (Bloomberg)	Marcard Alte Prognose	Marcard Neue Prognose	Differenz zur alten Prognose	Differenz zum Konsens
Welt	-3,7	3,4	-3,8	-7,2	-0,1
USA	-5,7	2,0	-6,0	-8,0	-0,3
Japan	-4,9	0,5	-5,0	-5,5	-0,1
Euroraum	-8,0	1,1	-8,0	-9,1	0,0
Deutschland	-6,4	1,4	-6,2	-7,6	0,2
Großbritannien	-7,8	0,9	-8,5	-9,4	-0,7
Russland	-4,8	1,8	-5,0	-6,8	-0,2
China	1,8	6,1	2,0	-4,1	0,2
Indien	4,2	6,6	1,5	-5,1	-2,7
Brasilien	-6,0	2,1	-8,0	-10,1	-2,0



## AKTIENMARKT

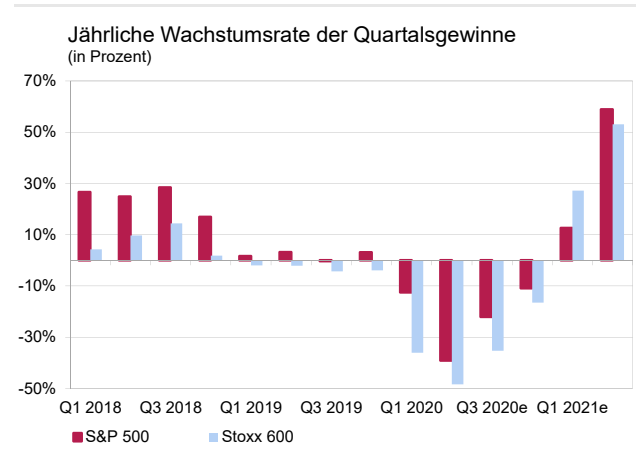
### Schnellster Crash der Geschichte durch das Coronavirus

Das **Coronavirus** hat viele Jahresanfangsprognosen unbrauchbar gemacht. Wurde im Januar noch eine Erholung der globalen Konjunktur als größter Unterstützungsfaktor für den Aktienmarkt erwartet, sieht sich die Welt nun mit der **stärksten Rezession seit dem Zweiten Weltkrieg** konfrontiert. Der Ausbruch der Coronapandemie hat die Weltwirtschaft in einen noch nie dagewesenen Stillstand gezwungen, auf den die Aktienmärkte mit historisch einmaligen Kurseinbrüchen reagierten. Nachdem Mitte Februar noch neue Allzeithöchststände markiert wurden, brachen die meisten Indizes innerhalb von nur drei bis vier Wochen um über 30, in einigen Fällen sogar über 40 Prozent ein. Für ähnliche Drawdowns hat es zum Beispiel in der Finanzmarktkrise 2008 noch knapp ein Jahr gedauert. Nicht minder dramatisch war jedoch die darauf folgende Erholung. Einige eher zyklische Aktienmärkte wie der TecDAX oder der NASDAQ 100 haben sich seit den Tiefs so stark erholt, dass sie seit Jahresbeginn sogar wieder im Plus notieren. Aber auch Indizes in China, Südkorea und Japan konnten ihre Verluste seit den Tiefständen mehr als halbieren. Ist diese Entwicklung nachhaltig oder droht in der zweiten Jahreshälfte ein neuer Rückschlag?

### Verbesserte Geschäftslage im Vergleich zum zweiten Quartal

Nach einem schwachen ersten Quartal war das zweite für viele Unternehmen desaströs. So lagen die geschätzten Gewinne in Europa und den USA über die letzten drei Monate knapp 50 bzw. 40 Prozent unter den Werten des Vorjahresquartals. Wir erwarten, dass sich die Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte wieder positiver gestalten wird. Grund hierfür sind die erfolgten **Lockerungsmaßnahmen**, die zumindest eine teilweise Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit in vielen Branchen erlauben. So werden zwar auch das dritte und vierte Quartal bei Weitem nicht an das zweite Halbjahr 2019 heranreichen, da wesentliche Restriktionen die Wirtschaftsaktivität weiterhin beschränken. Die Verluste im Vergleich zum Vorjahr dürften sich aber deutlich zurückbilden. Bis in der Breite wieder Gewinne auf Vorjahresniveau erwirtschaftet werden, wird aber noch mehr Zeit vergehen. Die Analystenschätzungen gehen davon aus, dass dies in den USA zum Ende des

nächsten Jahres der Fall sein kann. In Europa ist hiermit eher im Jahr 2022 zu rechnen.



**Innerhalb der Branchen** gibt es bei der Gewinnentwicklung und der zu erwartenden Erholung aber **große Unterschiede**. Die Geschäftsmodelle der Segmente Gesundheit, Technologie und Versorger sind kaum von der Pandemie beeinträchtigt – einige Unternehmen profitieren sogar. In diesen Sektoren könnten die Gewinne Ende dieses Jahres bereits wieder auf dem Vorkrisenniveau liegen. Anders sieht es in den besonders betroffenen Bereichen Reisen, Airlines und Energie aus. Hier dürfte die Erholung weit über das Jahr 2022 hinaus andauern. Auch der Finanzsektor gehört aufgrund der länger zu erwartenden niedrigen Zinsniveaus sowie möglicher Abschreibungen zu den benachteiligten Branchen.

### Positive Aktienmärkte bis zum Jahresende

Trotz weiterhin hoher Unsicherheiten in der zweiten Jahreshälfte, gibt es gute Gründe dafür, dass die Erholung im zweiten Quartal kein Strohfeuer war und die **Niveaus der Aktienmärkte bis Jahresende gehalten werden können**.

Um die wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie abzufedern, wurden weltweit **fiskal- und geldpolitische Programme** in noch nie dagewesenem Umfang auf den Weg gebracht. Auch wenn die langfristigen Auswirkungen der Programme durchaus Risiken bergen, haben sie zunächst zu einer Marktberuhigung beigetragen. So ist es kein Zufall, dass die Ankündigung der Fed, auch Unternehmensanleihen zu kaufen, mit dem Wendepunkt am US-Aktienmarkt einhergeht. Während die Maßnahmen und

Ankündigungen von **Notenbanken sehr schnell** wirken, gibt es bei **Fiskalmaßnahmen in der Regel einen gewissen Zeitverzug**. Im Extremfall könnte es sogar dazu kommen, dass die Fiskalprogramme genau dann wirken, wenn die Wirtschaft sich bereits im Erholungsmodus befindet. Da auch in solch einer Situation durch die Liquiditätszufuhr der Notenbanken keine größeren Zinsanstiege zu erwarten sind, könnte sich ein sehr **positives Umfeld für den Aktienmarkt herausbilden**, was die langfristigen negativen Folgen der Pandemie (Nationalismus, Deglobalisierung, etc.) kurz- bis mittelfristig überlagern dürfte.

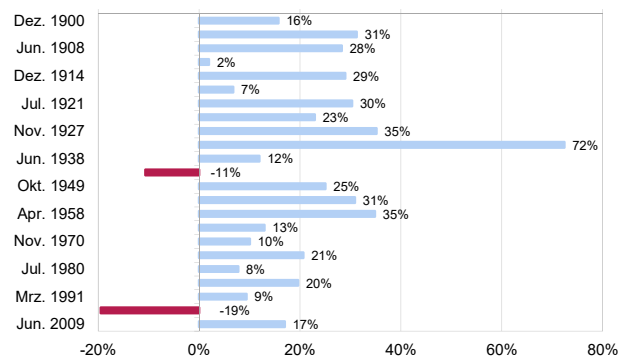
Auch die Historie stützt die These stabiler Aktienkurse zum Jahresende. Zwar wird gerne argumentiert, dass die aktuelle Krise anders als vorherige Wirtschaftseinbrüche sei, da es sich um eine angeordnete Rezession handelt. Dass der Kapitalmarkt hierauf jedoch anders reagiert als in der Vergangenheit, ist fraglich. Verhaltensmuster wiederholen sich in der Regel. Nicht umsonst hat der Spruch **„This time is different“** historisch meist zu teuren Fehlentscheidungen geführt.

Ein Indiz für stabile Kurse im zweiten Halbjahr 2020 sind **maximale Verluste von weniger als 35 Prozent** auf vielen Aktienmärkten in der aktuellen Krise. So konnten Einbrüche am US-Aktienmarkt von 35 Prozent oder weniger in vergangenen Rezessionen im Schnitt in weniger als zwölf Monaten wieder aufgeholt werden. In den sechs Rezessionen seit 1900, in denen die Drawdowns stärker waren, betrug die durchschnittliche Erholungszeit hingegen 92 Monate. Die Schwere der Rezession scheint dabei nicht immer entscheidend zu sein. So waren zum Beispiel die realwirtschaftlichen Einbußen der Rezessionen 1970 und 2001 in den USA recht mild, die Aktieneinbrüche mit über 40 Prozent jedoch heftig. Bis zum Erreichen alter Höchststände dauerte es mehr als sechs bzw. vier Jahre. Stärker im Ausmaß war hingegen die Double-Dip-Rezession 1980/81. Der Aktienmarkt verlor jedoch nur knapp 20 Prozent und erholte sich nach den Tiefstständen innerhalb von nur fünf Monaten. Der US-amerikanische Aktienmarkt nimmt dabei eine Art Leitindex-Funktion für die weltweiten Aktienmärkte ein. Unter der Bedingung, dass die Tiefs vom März dieses Jahres nicht mehr unterschritten werden, suggeriert die Historie, dass alte Höchststände bis zum Jahresende im Bereich des Möglichen liegen.

Ein weiteres Argument für eine positive Aktienmarktperformance ist dessen **Rebound-Fähigkeit**. In 21 der 23

US-Rezessionen seit 1900 kam es im Jahr nach dem Tiefpunkt der wirtschaftlichen Aktivität zu positiven Aktienrenditen. Dabei lag die Wertentwicklung im Schnitt bei gut 19 Prozent. Ausnahmen waren die Rezessionen am Ende des Zweiten Weltkriegs sowie das Platzen der Dotcom-Blase 2001. Bei letzterer war der Aktienmarkt selbst jedoch Auslöser der Rezession.

US Rezessionen:  
Aktienmarkt 12 Monate nach Tiefpunkt

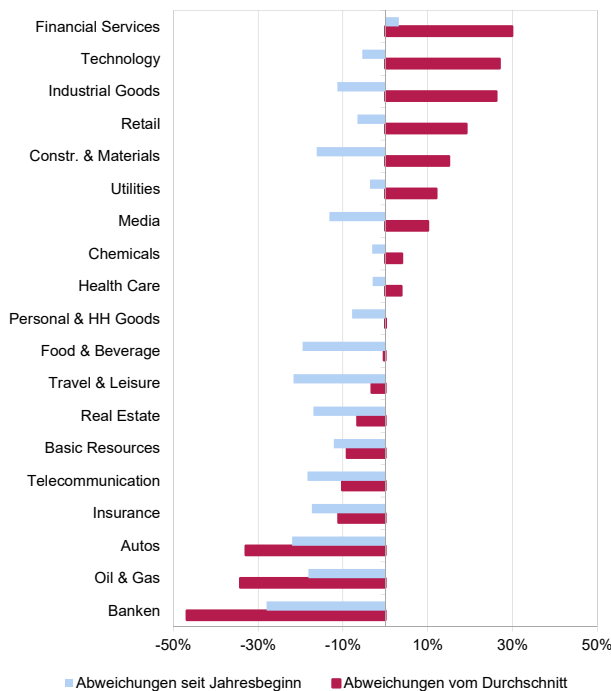


Wir gehen davon aus, dass der wirtschaftliche Tiefpunkt in der aktuellen Krise im April/Mai dieses Jahres durchschritten wurde. Die Historie deutet darauf hin, dass **über die nächsten zwölf Monate positive Aktienrenditen wahrscheinlich** sind. Diese werden vermutlich von hohen Volatilitäten begleitet sein.

### Unterschiedliches sektorales Rebound-Potenzial

Viele Aktien aus Branchen, die von den Lockdown-Maßnahmen wenig betroffen waren oder sogar profitieren konnten, befinden sich seit Jahresbeginn bereits wieder im Plus. Dies trifft vor allem auf den Technologie- und Gesundheitssektor, aber auch auf einige Einzelhandelstitel zu. Die Entwicklung zeigt zwar die Krisenresistenz dieser Branchen in der aktuellen Situation. Eine Outperformance bis zum Jahresende ist bei einer weiter fortschreitenden Öffnung der Wirtschaft jedoch in anderen Sektoren wahrscheinlicher. Eine schrittweise Rückkehr zur Normalität sollte vor allem den Segmenten Öl & Gas, Finanzen, Versicherungen, Industriegütern und Automobil zu Gute kommen. Zwar würde gehört auch der Reisesektor zu den „klassischen Rebound-Kandidaten“. In der aktuellen Krise haben die Risiken in diesem Sektor jedoch extreme Ausmaße angenommen, sodass nicht mit einer schnellen Erholung zu rechnen ist.

Kurs-Buchwert-Verhältnis nach Sektoren  
(Abweichungen vom Durchschnitt und Veränderung YTD in Prozent)



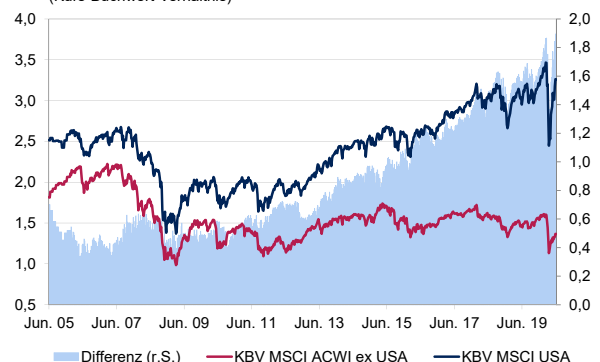
Die Rebound-Eigenschaften lassen sich unter anderem an den Sektor-Bewertungen ablesen. Da gewinnbezogene Bewertungsgrößen in Krisensituationen unbrauchbar werden, ist es sinnvoll, auf stabile Maße wie das **Kurs-Buchwert-Verhältnis** abzustellen. Die Sektoren, die sich bewertungsseitig am oder über dem längerfristigen Durchschnitt bewegen, haben in einer wirtschaftlichen Erholung nur noch wenig Potenzial für Verbesserungen. Segmente, die im Vergleich zur eigenen Historie günstig sind, haben dagegen neben dem konjunkturellen Aufholpotential einen **zusätzlichen Hebel**, wodurch sie in Aufschwungphasen tendenziell outperformen. Die Segmente Finanzen, Autos und Rohstoffe zeigen bewertungsseitig das größte Reboundpotenzial an.

### Geografische Rotation möglich

Die Schwellenländer außerhalb Asiens und viele europäische Aktienmärkte weisen relativ hohe Gewichte in eher zyklischen und valuelastigen Branchen auf. Demgegenüber stehen die vor allem technologieintensiven und wachstumslastigen Indizes in den USA und China. Letztere konnten in diesem Jahr outperformen und notieren seit Jahresbeginn teilweise bereits wieder im Plus. Für die zweite Jahreshälfte erwarten wir **keine weitere Outperformance der USA** gegenüber dem Rest der Welt. Zwar

dürften vor allem die dominanten Tech-Firmen in den US-Indizes langfristig von der Coronakrise profitieren. Die bereits wieder stark gestiegenen Kurse dieser Unternehmen spiegeln dies jedoch schon wider. Von einer wirtschaftlichen Erholung in der zweiten Jahreshälfte sollten vor allem Aktien von Unternehmen profitieren, die stark unter den Lockdown-Maßnahmen zu leiden hatten. Die Indizes **Europas und der Schwellenländer**, die hohe Gewichte in besonders betroffenen Branchen aufweisen, dürften daher outperformen. Wie im Schwerpunkt dargestellt, sind einige Schwellenländer besonders hart von der Pandemie betroffen, was sich in niedrigen Aktienkursen zeigt. Die Entwicklungsländer weisen über ihre Währungen, die während der Corona-Krise stark an Wert verloren haben, einen zusätzlichen Hebel auf. Auch bewertungsseitig zeigt sich ein starkes Aufholpotential. So markierte der Spread des Kurs-Buchwert-Verhältnisses (KBV) zwischen den USA und dem Rest der Welt zuletzt 15-Jahres-Hoch. Während sich die Bewertung in den USA im Vergleich zur eigenen Historie im obersten Perzentil der letzten 15 Jahre befindet, steht das KBV im Rest der Welt im untersten Quintil. Die mögliche Einengung der Differenz wird jedoch von großen Unsicherheiten begleitet: Weitere Pandemiewellen und damit verbundene Lockdown-Maßnahmen würden diesen Prozess unterbinden.

Bewertungen USA vs. Rest der Welt  
(Kurs-Buchwert-Verhältnis)



#### Revision der Jahresprognosen:

Wir senken unser DAX-Kursziel von 14.400 Punkten auf 13.100 Punkte ab. Ebenso wird das Kursziel für den S&P 500 von 3.350 auf 3.250 Punkte gesenkt.

#### Maßnahmen:

Die Aktienquote sollte neutral gewichtet werden. Die Quote von US-Aktien sollte maximal neutral sein. Schwellenländer sollten leicht übergewichtet werden.

## RENTENMARKT

Die **Coronakrise** hat auch am Anleihemarkt ihre Spuren hinterlassen. Die Flucht in sichere Häfen sowie der massive geldpolitische Impuls haben zu fallenden Zinsen in Europa und den USA geführt.

### Die Notenbanken nutzen ihr gesamtes Arsenal

Um die schwersten Auswirkungen der Krise zu bekämpfen, haben die Notenbanken, allen voran die US-amerikanische Fed und die europäische EZB, mit **gewaltigen Maßnahmenpaketen** reagiert. Damit sind beide Zentralbanken erneut als Retter in der Not aufgetreten und haben eine systemische Krise, die zwischenzeitlich drohte, bisher verhindert. Die Fed hat dabei die größten Geschütze aufgeföhren und die Bilanzsumme über den Ankauf von Anleihen deutlich ausgeweitet. Erstmals sind auch Unternehmensanleihen erworben worden, was geholfen hat, auf dem Höhepunkt der Krise die Nerven der Investoren zu beruhigen. Ungeöhnlich ist zudem der unlimitierte Charakter der neuen Runde quantitativer Lockerungen.

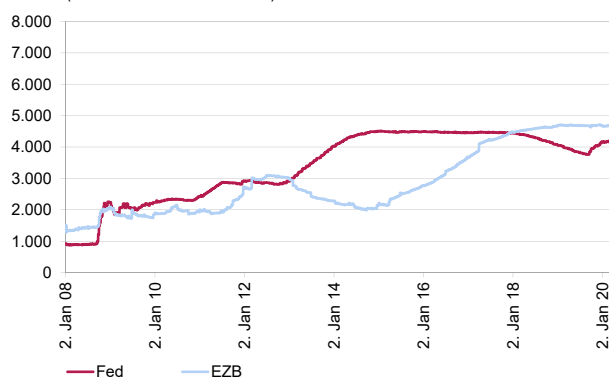
Auch im Euroraum wurden gewaltige Summen zur Krisenbekämpfung mobilisiert. Die Maßnahmen der EZB zielen in erster Linie darauf ab, die **Währungsunion zusammenzuhalten**. Denn zwischenzeitlich kam es zu einem bedrohlichen Anstieg der Zinsaufschläge vor allem für italienische Anleihen. Mit einem neuen Anleihekaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP), das von ursprünglich 750 Mrd. Euro auf 1,35 Mrd. Euro aufgestockt wurde, und zusätzlich zu dem bestehenden, um 120 Mrd. Euro aufgestockten Asset Purchase Programme läuft (APP), konnte die Situation vorerst entspannt werden.

Es wurden allerdings mit der Implementierung des PEPP einige **rote Linien** überschritten, da die europäische Notenbank nun auch griechische Staatsanleihen kauft, bei der Gewichtung der Käufe von ihrem Kapitalschlüssel abweicht und die Emittentengrenze, die bisher bei 33 Prozent lag, überschreitet. Dies könnte nach dem Urteil des Bundesverfassungsgerichts aus dem Mai, welches von der EZB unter anderem verlangt, die Verhältnismäßigkeit ihrer Programme zu prüfen, in der Zukunft noch zu Problemen führen.

Die EZB hat zudem mit einer Lockerung der Konditionen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO III) sowie der Neuauflage attraktiv verzinsten so-

genannter Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTRO) eine indirekte Zinssenkung beschlossen. In den USA hat die Fed sehr schnell die Zinsen um 150 Basispunkte auf eine Spanne zwischen Null und 0,25 Prozent abgesenkt. Mit diesen Maßnahmen soll die Kreditvergabe angekurbelt werden, um die Liquidität der Unternehmen und Privatpersonen zu sichern.

Bilanzsummen der Fed und der EZB  
(in Mrd. US-Dollar bzw. Euro)

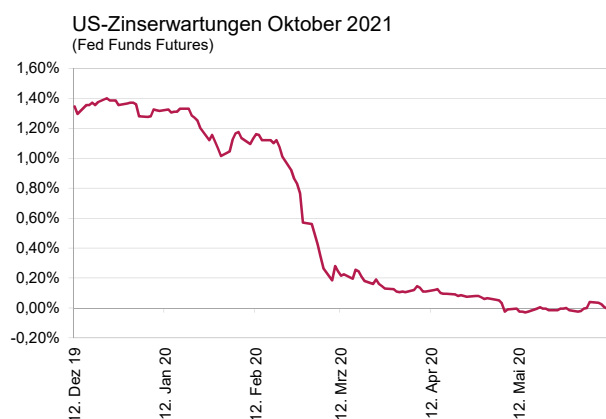


### Senkt auch die Fed die Zinsen unter Null?

Am Geldmarkt wird sogar erwartet, dass die Zinspolitik noch expansiver werden wird. In den USA sind erstmals am Terminmarkt die **erwarteten Leitzinsen negativ** geworden. Dies ist zunächst überraschend, weil die wichtigsten Vertreter der US-amerikanischen Zentralbank bisher stets von negativen Zinsen Abstand genommen haben. Erstens ist unklar, ob die Zinsen überhaupt in den negativen Bereich gesenkt werden dürfen. Der entsprechende Gesetzestext ist an dieser Stelle nicht eindeutig. Zweitens befürchtet die Fed, dass die für das Finanzsystem wichtigen Geldmarktfonds Probleme bekommen könnten, wenn das Versprechen einer Kapitalgarantie nicht mehr eingehalten werden kann. Mittelabflüsse aus diesen Fonds könnten in einer ohnehin angespannten Lage für zusätzliche Verunsicherung sorgen. Und drittens sind die Erfahrungen mit negativen Zinsen aus Japan und dem Euroraum eher gemischt.

Die Spekulation über **negative Zinsen** wird die US-Notenbank dennoch so schnell nicht los, denn es könnte eine Situation entstehen, in der sie gezwungen wäre, trotz ihrer

Sorgen diesen Schritt zu wagen. So gibt es gute Argumente, dass der neutrale Zins in den USA gesunken ist. Dies lässt der Fed weniger Spielraum in ihrer Zinspolitik. Zinsen nahe Null könnten demnach häufiger auftreten. Um auch in solchen Situationen handlungsfähig zu sein, bedarf es möglicherweise auch des Einsatzes negativer Zinsen. Ein Problem der Fed ist außerdem, dass die Zinsen im Vergleich zu anderen Industriestaaten zumeist höher liegen. Der Zinsaufschlag, den Anleger in den USA erhalten, war in den letzten Jahren das entscheidende Argument für die Stärke des US-Dollar. Der starke US-Dollar behindert aber den Export und kostet somit Jobs. Er führt zudem zu einer tendenziell geringeren Inflationsrate, die wiederum für höhere Realzinsen sorgen könnte. Hinzu kommt aktuell ein weiterer deflatorischer Effekt durch die Coronakrise. Ein Realzinsanstieg kann aber am besten durch weitere Zinssenkungen verhindert werden.



### Konjunkturelle Erholung lässt die langfristigen Zinsen etwas ansteigen

Die Zinsspekulationen in den USA sowie die zusätzliche Nachfrage der Notenbanken durch die Anleihekaufprogramme dürften die Zinsen zunächst auf ihren **tiefen Niveaus** halten. Im weiteren Jahresverlauf rechnen wir aber mit einer globalen konjunkturellen Erholung, die sich bereits zur Jahresmitte andeutet. Dies wird begleitet durch eine sehr expansive Geld- und Fiskalpolitik. In einem Umfeld, in dem die Nachfrage der Konsumenten durch eine Lockerung der Pandemie-Schutzmaßnahmen ohnehin ansteigt, könnte es sogar zu einem gewissen Überschießen der konjunkturellen Erholung kommen, wenn die fiskal- und geldpolitischen Impulse sich vollständig entfalten.

Anleger dürften in so einem Umfeld nach chancenreichen Investments suchen und Anleihen eher meiden.

Im Euroraum kommt hinzu, dass momentan große Anstrengungen unternommen werden, um die besonders betroffenen Staaten wie Italien und Spanien zu unterstützen. Der **Plan von Angela Merkel und Emmanuel Macron**, diesen Ländern mit echten Transferzahlungen statt mit Krediten zu helfen, sowie die Unterstützung der EZB sollten ein Wiederaufflammen der Eurokrise verhindern. In diesem Umfeld dürften Anleger vermehrt den sicheren Hafen der Bundesanleihen verlassen. Die Sicherheitsnachfrage sollte nachlassen.

Als eine Belastung für den Anleihemarkt wird sich das **hohe Angebot** erweisen. Staaten, Unternehmen und Privathaushalte sind allesamt auf Kredite angewiesen, um die Folgen des Lockdown zu bewältigen. Diese Kredite werden zu einem Großteil am Anleihemarkt aufgenommen. Vor allem die Staaten sind große Emittenten und benötigen umfangreiche Mengen an Kapital, um ihre Programme zu finanzieren. So wird beispielsweise für den Euroraum geschätzt, dass die Staaten ihre Verschuldung im Durchschnitt von 86 Prozent des BIP im Jahr 2019 auf 102,7 Prozent im laufenden Jahr anheben könnten. Bezogen auf das EWU-Bruttoinlandsprodukt von drei Billionen Euro ergibt sich somit alleine von Seite der Euroländer ein Finanzbedarf von 500 Milliarden Euro, der teilweise am Kapitalmarkt aufgenommen werden wird. Bereits zur Jahresmitte ist eine Emissionsflut am Primärmarkt zu erkennen, die sich im weiteren Jahresverlauf noch erhöhen wird. Die zusätzliche Notenbanknachfrage wird zu einem Großteil über neu begebene Anleihen kompensiert. Die Lockerung der Lockdown-Maßnahmen führt zu Nachholeffekten, so dass es zu einer konjunkturellen Erholung kommen wird, in der die **langfristigen Zinsen etwas ansteigen**. Unserer Prognose aus dem Jahresausblick hat damit trotz der zwischenzeitlichen Zinsveränderungen weiter Bestand.

#### Revision der Jahresprognosen:

Wir nehmen keine Revision unserer Jahresprognose vor und erwarten weiterhin minus 0,1 Prozent für eine zehnjährige Bundesanleihe zum Jahresende.

#### Maßnahmen:

Renten bleiben leicht untergewichtet.

## ROHSTOFFMARKT

### Niedrige Realzinsen stützen Gold

Der Goldpreis ist seit Jahresbeginn kräftig gestiegen und konnte in Euro gerechnet ein Allzeithoch markieren. Die **hohe Sicherheitsnachfrage** der Anleger und die **fallenden Realzinsen** haben zu Zuflüssen in die Anlageklasse geführt. Zwischenzeitlich kam es allerdings auch bei Gold zu kräftigen Verlusten. Der Grund waren die stark ausgetrockneten Anleihemärkte, die vor allem institutionelle Investoren dazu zwangen, zur Bedienung von Mittelabflüssen auf hochliquide Instrumente wie Gold und hochkapitalisierte Aktien auszuweichen.

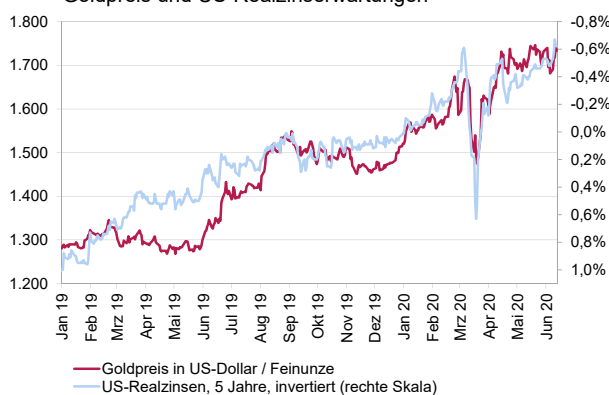
Von der Nachfrageseite her sind die Signale aus dem ersten Quartal 2020 gemischt. Auf der einen Seite sind nach Angaben des World Gold Council die Mittelzuflüsse in **Gold-ETFs** stark angestiegen. Mit Zuflüssen von 298 Tonnen stieg die weltweite Beteiligung an diesen Produkten auf einen Rekordwert von 3.185 Tonnen im ersten Quartal. Die Nachfrage der **globalen Notenbanken** hat sich dagegen negativ entwickelt und fiel im Vergleich zum Vorjahreswert um acht Prozent auf 145 Tonnen. Vor allem die Zentralbanken von Staaten, die stark vom Ölimport abhängen, haben weniger Devisenreserven angehäuft, die sie in Gold anlegen konnten. Die russische Notenbank hat beispielsweise angekündigt, ihr Goldkaufprogramm vorerst auszusetzen.

Einen kräftigen Rücksetzer hat es bei der **Schmucknachfrage** gegeben, die mit 326 Tonnen auf ein Rekordtief fiel. Durch den globalen Lockdown waren auch Juweliere und andere Schmuckhändler negativ getroffen und konnten kaum Umsätze generieren. Im Vergleich zum Vorjahreszeitraum ist die Nachfrage alleine in China, dem wichtigsten Markt für Schmuckgold, um 65 Prozent gesunken; global betrug der Rückgang 39 Prozent. Für den weiteren Jahresverlauf bedeutet dies aber eher ein positives Signal, da viele Menschen ihre Schmuckkäufe beispielweise für Hochzeiten nachholen werden und sich zudem die Wertbeständigkeit von Gold einmal mehr gezeigt hat.

Während unter dem Strich die Goldnachfrage im ersten Quartal 2020 nur wenig anzog und dies vorwiegend auf die Investmentnachfrage zurückzuführen war, kam es auf der Angebotsseite zu einem Rückgang um etwa vier Prozent. Zum einen wurde durch die Pandemie die Förderung teil-

weise stillgelegt, zum anderen konnten private Goldverkäufer oftmals ihre Altgoldbestände nicht mehr veräußern, sodass kaum noch Gold recycelt wurde. Angesichts des kräftigen Preisanstiegs von Gold während des globalen Lockdown ist aber in der zweiten Jahreshälfte damit zu rechnen, dass sowohl das Altgoldrecycling als auch die Förderung wieder merklich anziehen, sodass unter dem Strich mit einem weitgehend **ausgeglichenen Goldmarkt** zu rechnen ist.

Goldpreis und US-Realzinsenerwartungen



Das **Zinsumfeld für Goldanleger** dürfte im weiteren Jahresverlauf günstig bleiben. Denn die Notenbanken haben mit ihren Programmen als Reaktion auf die Coronakrise für tiefe Zinsen gesorgt, die noch einige Zeit – und in jedem Fall in diesem Jahr – Bestand haben. Gleichzeitig ist damit zu rechnen, dass in der zweiten Hälfte des Jahres die Inflation etwas ansteigt, weil es nach dem Ende der Lockdown-Maßnahmen zu einer konjunkturellen Erholung kommen sollte, die durch die beschlossenen geld- und fiskalpolitischen Programme verstärkt wird. Leicht steigende Nominalzinsen und etwas stärker steigende Inflationserwartungen dürften zu **sinkenden Realzinsenerwartungen** führen, wovon Gold profitiert. Hinzu kommt, dass wir mit einem schwächeren US-Dollar rechnen, was Gold ebenfalls begünstigen sollte.

#### Revision der Jahresprognosen:

Statt 1.600 US-Dollar je Feinunze erwarten wir nun 1.800 US-Dollar je Feinunze zum Jahresende.

#### Maßnahmen:

Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Gold leicht übergewichtet werden.

## Abbau des Überangebots bei Rohöl

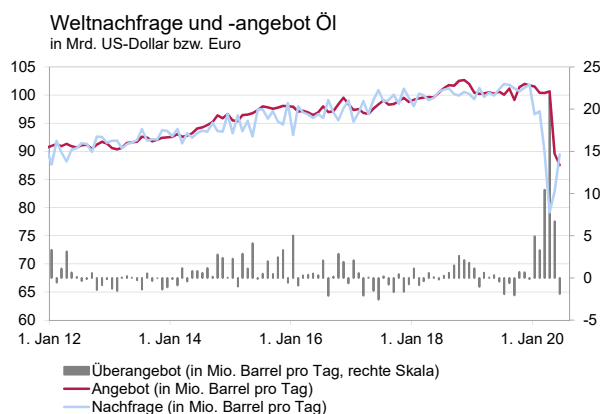
Am globalen Ölmarkt hatte sich in der Coronakrise ein zwischenzeitlich **massives Überangebot** aufgebaut. Grund dafür sind die Maßnahmen zur Eindämmung des Coronavirus. Der globale Lockdown bewirkte, dass die Nachfrage nach Rohöl stark fiel. Dieser Nachfrageschock hat den globalen Ölmarkt erschüttert und dazu geführt, dass am Terminmarkt der Ölpreis (WTI je Barrel) von über 55 US-Dollar auf minus 37,63 US-Dollar in den negativen Bereich fiel. Auch wenn es sich dabei lediglich um die gerade fällig werdenden Kontrakte handelte, stand der Ölmarkt **kurzzeitig Kopf**. Auf Grund der einbrechenden Nachfrage wuchs die Sorge, dass die verfügbaren Lagerkapazitäten nicht mehr ausreichen könnten, um den Produktionsüberschuss einzulagern. Inzwischen hat sich die Situation aber gebessert und der Rohölpreis konnte sich kräftig erholen, weil das Überangebot kleiner als zunächst erwartet ausfiel.

Im Mai sind die **Produktionskürzungen** der OPEC+ im Umfang von 9,7 Millionen Barrel pro Tag in Kraft getreten. Deren Umsetzung kommt zügig voran. Russland hat die zugesagte Kürzungsmenge von 2,5 Millionen Barrel pro Tag erreicht. Saudi-Arabien hat zunächst mit einer Erhöhung der offiziellen Verkaufspreise für die Juni-Lieferungen überrascht und damit den im April ausgebrochenen Preiskampf um Marktanteile beendet. Die deutliche Preiserhöhung für Öllieferungen nach Europa kann zudem als Akt des guten Willens gegenüber Russland angesehen werden, da Europa der wichtigste Absatzmarkt für Russland ist. Kurz danach hat Saudi-Arabien sogar angekündigt, die Ölproduktion im Juni um eine Mio. Barrel pro Tag zusätzlich kürzen zu wollen. Die Produktionsmenge würde dann auf 7,5 Millionen Barrel pro Tag sinken, den niedrigsten Stand seit 18 Jahren.

Auch in den USA und in Kanada **geht das Ölangebot schnell zurück**. Dies ist eine Reaktion auf den massiven Preisverfall, der die Produktion unrentabel gemacht hat. Die US-Energiebehörde EIA erwartet einen Rückgang der US-Ölproduktion zwischen April und Juni um rund eine Million Barrel pro Tag. Die massiven Kürzungen bei den Investitionsbudgets nahezu aller Ölförderer und der Einbruch der Bohraktivität seit Mitte März um mehr als die Hälfte auf ein 11-Jahrestief lassen für das zweite Halbjahr einen weiteren Produktionsrückgang in den USA erwarten. Die bis vor kurzem bestehende Sorge, dass die Öllager in den USA demnächst überlaufen könnten, ist damit weit-

gehend gebannt. Der Lageraufbau in Cushing, einem der größten Öl-Lager in den USA, hatte sich ab Mitte April bereits kontinuierlich verlangsamt.

Zu Gute kommt dem Ölmarkt, dass die Nachfrage im April ihren Tiefpunkt durchschritten haben dürfte, denn nach dem globalen Lockdown befinden sich nun viele Staaten in der ersten oder zweiten Phase der Lockerung. So steigt der **Benzinverbrauch** in den USA wieder an. In China liegt der Energieverbrauch fast wieder auf dem Vorkrisenniveau. Auch der globale Flugverkehr legt von sehr niedrigen Niveaus startend wieder zu. Entsprechend prognostiziert die Internationale Energieagentur einen geringer als ursprünglich erwarteten Nachfragerückgang.



Trotz der **verbesserten Angebots-Nachfrage-Situation** bleibt der Rohölmarkt vorerst in einer überversorgten Situation. Dies gilt auch, wenn die Nachfrage noch weiter zulegt. Sollte der Rohölpreis weiter ansteigen, könnten die US-amerikanischen Ölförderer zudem die Investitionen schneller wieder hochfahren als bisher erwartet, um mit neuen, besonders rentablen Schieferölprojekten an den Markt zu kommen. Der Preisanstieg dürfte sich dank des weiteren Abbaus des Überangebots noch etwas fortsetzen, jedoch nicht mit der Dynamik der letzten Monate.

### Revision der Jahresprognosen:

Anpassung des Kursziels von 62 US-Dollar je Barrel der Sorte WTI auf 42 US-Dollar.

### Maßnahmen:

Innerhalb der Anlageklasse Rohstoffe sollte Rohöl neutral gewichtet werden.

## DEVISENMARKT

### Der Euro wird stärker

Nach einer turbulenten Achterbahnfahrt im März konnte der Euro zuletzt wieder zulegen und seinen Jahresanfangswechselkurs von 1,12 US-Dollar übertreffen. Welche Faktoren sprechen bis zum Jahresende für oder gegen eine weitere Aufwertung des Euro gegenüber dem Greenback?

In der kurzen Frist sind vor allem (reale) Zinsdifferenzen, das relative wirtschaftliche Umfeld, die politische Stabilität sowie die Risikoneigung der Marktteilnehmer für die Wechselkursentwicklung relevant. In der langen Frist entscheidet insbesondere die Entwicklung der relativen Kaufkraft über die Richtung der Wechselkursentwicklung.

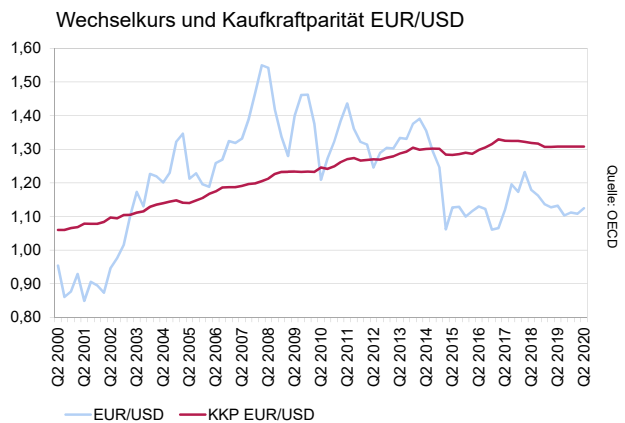
Kurz- bis mittelfristig üben **Zinsdifferenzen** einen signifikanten Einfluss auf die Wechselkursentwicklung aus. So ging der starke Anstieg des US-Dollar gegenüber dem Euro über die letzten Jahre mit einer sich immer weiter ausdehnenden Zinsdifferenz zwischen dem Euroraum und den USA einher. Mit zunehmendem Renditevorsprung der USA im Vergleich zu festverzinslichen Euro-Investments wurden US-Dollar-Investments relativ immer attraktiver. Seit Ende 2018 ist der Zinsunterschied jedoch wieder rückläufig und nähert sich allmählich der Nulllinie. Im Ergebnis ist eine verzinste Anlage in US-Dollar kaum noch attraktiver als ein vergleichbares Euro-Investment. Der Aufwertungsdruck des Greenback nimmt hierdurch ab.

Ein weiterer wichtiger Faktor für den schwachen Euro der letzten Jahre war die **politische Instabilität** des Euroraums im Vergleich zu den USA. Das relative Kräfteverhältnis diesbezüglich hat sich durch die Coronakrise jedoch etwas verschoben. Die Bereitschaft, den Euroraum um jeden Preis zu retten, scheint in den Kernländern Europas größer denn je. Zuvor nicht verhandelbare Restriktionen bezüglich gemeinschaftlicher Schulden oder strenger Budgetregeln werden dabei teilweise über den Haufen geworfen. Im Gegensatz dazu scheinen die USA immer stärker ins politische Chaos abzudriften. Die hohen Unsicherheiten jenseits des Atlantiks haben das Potenzial, den US-Dollar vor der Präsidentschaftswahl im November weiter unter Druck zu setzen.

Hinzu kommt, dass der US-Dollar gerade in Krisenzeiten in vielen Schwellenländern Asiens und Lateinamerikas als

**Reservewährung** fungiert. Eine erwartete Erholung der Weltwirtschaft im zweiten Halbjahr dürfte auch die Nachfrage nach dem Greenback als sicherer Hafen und damit den Aufwertungsdruck des US-Dollar wieder verringern.

Lediglich die **wirtschaftliche Entwicklung** spricht für den US-Dollar. Die Fokussierung auf inländischen Konsum und Technologie helfen der größten Volkswirtschaft in dieser Krise. Dagegen hängen die südeuropäischen Länder stark am Tourismus und bei den nordeuropäischen Ländern ist der Export ein wichtiger Teil der Wirtschaftsleistung. Reise- und Transportbeschränkungen, Unterbrechungen von Lieferketten sowie eine weltweit deutlich geringere Nachfrage treffen den Euroraum daher besonders hart.



Drei der vier oben genannten kurzfristigen Faktoren haben sich seit Jahresbeginn in Richtung Pro-Euro entwickelt. Gleichzeitig ist die Gemeinschaftswährung fundamental nach **Kaufkraftparitäten** gegenüber dem US-Dollar unterbewertet. Konservative Schätzungen gehen für den Euro von einem fairen Wechselkurs von 1,30 US-Dollar aus, aggressivere sogar von bis zu 1,40 US-Dollar. Dieser langfristige Druck zur Aufwertung wurde über die letzten Jahre von den genannten kurzfristigen Einflussfaktoren überlagert. Da sich ein Großteil dieser gegen den Euro wirkenden Faktoren abgeschwächt hat, sollte der Weg für eine Annäherung in Richtung des fairen Wechselkurses frei sein. Wir erwarten den Euro bis zum Jahresende bei etwa 1,18 US-Dollar.

#### Revision der Jahresprognosen:

Wir behalten unser Wechselkursziel von 1,18 US-Dollar pro Euro aus dem Jahresausblick 2020 bei.



## IMMOBILIENMARKT

Der durch das Coronavirus bedingte Lockdown traf die Immobilienmärkte im Superzyklus. Geschlossene Ladengeschäfte, Hotels und Restaurants machten die existenzbedrohende Situation vieler Mieter für jedermann offensichtlich. Aus den großen institutionellen Gewerbeimmobilienportfolios wurden für die Monate April/Mai Mietstundungen von bis zu 30 Prozent der Gesamtmieten berichtet. Die gewaltigen Konjunkturpakete und die zunehmenden Lockerungen in Bezug auf das soziale und wirtschaftliche Leben geben jedoch Hoffnung, dass die Immobilienmärkte den **Krisenmodus** recht **schnell überwinden**, auch wenn der Erholungspfad für einige Anlageklassen steiniger ist als für andere.

### Nutzermärkte

Insbesondere **gewerbliche Immobiliennutzer** sind auf längere Sicht **durch** die Bewältigung der **Krisenfolgen belastet** und einige Geschäftsmodelle werden nicht überleben. Diverse **Einzelhändler und Gastronomen** wie Esprit, Galeria Karstadt Kaufhof, Hallhuber oder Maredo haben bereits **Anträge auf Gläubigerschutz** eingereicht. Zugleich hat der Lockdown den **Strukturwandel** in verschiedenen Branchen **beschleunigt**. Die Bedeutung des Onlinehandels hat in den zurückliegenden Wochen messbar zugelegt, eine Entwicklung, die sich kaum wieder umkehren wird. Der Trend zur Digitalisierung von Unternehmensaktivitäten erhält durch die Krise starke Unterstützung. Die gesammelten Erfahrungen mit dezentralen Arbeitsplatzstrukturen könnten zur Folge haben, dass ein Teil der festen Büroarbeitsplätze nicht mehr benötigt wird. Jones Lang LaSalle hat in einer aktuellen Umfrage unter US-amerikanischen Unternehmen ermittelt, dass sich die Zahl der Mitarbeiter, die künftig mindestens zwei Tage im Homeoffice verbringen, gegenüber Vorkrisenzeiten annähernd verdoppeln wird. Denkbar ist, dass der Innovationsschub im Hinblick auf Video-Telefonie langfristig einen Teil der beruflichen Reiseanlässe ersetzt, sodass die zuletzt so erfolgsverwöhnte **Business Hotellerie** perspektivisch von **Überkapazitäten** geprägt sein könnte.

Das **Mietwohnungssegment** weist vorläufig die **größte Krisenresilienz** auf, da Mieterstrukturen in der Regel breit diversifiziert sind und die Mietzahlungsfähigkeit der Haushalte zunächst einmal nur im Einzelfall und mittelbar durch die Coronakrise beeinflusst ist. Dennoch bekommen

**Regulierungsinitiativen** weiteren **Rückenwind**, die einen besseren Mieterschutz zum Ziel haben. Beispielsweise plant Die Linke weitere erhebliche Eingriffe, unter anderem in Form eines Mieterhöhungsstopps, Verbot von Kündigungen oder Räumungen sowie einer gesetzlichen Absenkung der Nettokaltmiete um 30 Prozent für Mieter, die von Einkommensverlusten betroffen sind. Die SPD möchte die Kappungsgrenzen für Mieterhöhungen im Bestand verschärfen.

Das **Logistiksegment** wird vielfach als **Krisengewinner** genannt, da sich Lieferketten und logistische Prozesse neu organisieren. Nach einer aktuellen Einschätzung von Cattella Research wird das sogenannte „Nearshoring“ (die Rückverlagerung von Kapital- und Warenverkehr zurück nach Deutschland) weniger Umschlaghallen, dafür aber mehr Bestands- und Lagerhallen erfordern. Es darf aber nicht vergessen werden, dass in Deutschland der von der Krise stark betroffene Automobilsektor einer der größten Logistiknachfrager ist, sodass aus Investorensicht eher die individuelle Nutzerkonstellation für den Anlageerfolg entscheidend sein dürfte.

### Investmentmärkte

**Anlegerkapital**, das in die Immobilienmärkte drängt, ist **weiter vorhanden**. Wenngleich Investmententscheidungen seit März vielfach aufgeschoben und vorangeschrittene Deals neu verhandelt wurden, ist der Investmentmarkt im zweiten Quartal nicht komplett zum Erliegen gekommen. Wir gehen davon aus, dass das Investmentgeschehen absehbar wieder an Breite gewinnt, möglicherweise auf leicht korrigierten Mietpreis- und Wertansätzen. Investoren sollten dennoch ihre Immobilienallokation hinterfragen und die Investitionsrisiken der unterschiedlichen Nutzungsarten und Immobilientypen entsprechend der vorgenannten Effekte auf die Nutzermärkte neu bewerten.

### Finanzierungsmärkte

Einfluss auf das zukünftige Investmentgeschehen hat auch das Kreditvergabeverhalten der Banken. Nach einer aktuellen Umfrage von Jones Lang LaSalle sind deutsche **Immobilienfinanzierer** offen für Neugeschäft. Allerdings dürfte eine **veränderte Risikobewertung** zu einer Anhebung der Margen und einer Absenkung der Beleihungsaus-

läufe führen. Banken dürften zudem höhere Tilgungen fordern. Aufgrund sinkender Beleihungswerte drohen auch bei bestehenden Finanzierungen Covenant-Breaches, so dass unter Umständen höhere Eigenkapitalpositionen erforderlich werden. Insbesondere spekulative Projektfinanzierungen dürften schwieriger und teurer und teilweise von Banken gar nicht mehr finanziert werden, sodass Entwickler und Investoren teils gezwungen sein dürften, auf alternative Finanzierungspartner auszuweichen. Hotelinvestoren, denen schon vor Corona nur eine eingeschränkte Zahl potenzieller Finanzierungspartner zur Verfügung stand, dürften ein nochmals selektiveres Finanzierungsumfeld vorfinden. Positiv ist hingegen zu werten, dass das historisch niedrige Zinsniveau auch mittelfristig erhalten bleiben dürfte.

Der Test für die Investor-Finanzierer-Beziehung ist in vielen Fällen bereits erfolgt. Vielfach mussten nämlich Immobilieneigentümer, die von Mietzahlungsstundungen ihrer Mieter betroffen waren, bereits das Bankengespräch suchen, da sie bei ausfallenden Einnahmen ihre laufenden Immobilienkosten und vor allem auch den Kapitaldienst für die Immobiliendarlehen nicht mehr tragen konnten. Die Bereitschaft der Banken zur partnerschaftlichen Mitwirkung, beispielsweise durch vorübergehende Tilgungsaussetzungen, fiel dabei nach unserer Wahrnehmung sehr unterschiedlich aus.

### Praktische Hinweise für krisenbetroffene Vermieter

Wie eingangs geschildert, ist eine Vielzahl von Vermietern mit gewerblichen Mietern von Corona bedingten Mietausfällen betroffen. Der Gesetzgeber hat im Rahmen der Covid-19 Gesetzgebung einen Kündigungsausschluss für Mieter ausgesprochen, die ihre Mieten von April bis Juni 2020 nicht oder nicht vollständig bezahlt haben. Gleichwohl besteht die Verpflichtung, die ausstehenden Mieten bis spätestens Juni 2022 auszugleichen. Für Vermieter gibt es nun unterschiedliche Ausgangslagen und damit verbundene Handlungsempfehlungen:

1. Mieter, die nach Überwindung der Coronakrise eine positive Geschäftsentwicklung erwarten lassen

Wir empfehlen eine zeitnahe Einigung über Rückzahlungspläne mit schriftlicher Fixierung in einem Nachtrag zum Mietvertrag. Dabei lohnt es zu prüfen, ob durch ein Entgegenkommen dem Mieter gegenüber, z.B. durch

Teilerlass geschuldeter Mietzahlungen, ein Upside generiert werden kann, z.B. durch

- frühzeitiges Ziehen von Optionen
- vorzeitige Mietvertragsverlängerungen
- verbesserte Indexierungsregelungen
- zusätzliche Umsatzmietanteile bei Erreichen von Umsatzschwellen

2. Mieter, die insolvenzbedroht sind

Insolvenzen von Mietern sollten unbedingt vermieden werden, da eine Nachvermietung gewerblicher Flächen im aktuellen Marktumfeld schwierig und wenn überhaupt zu voraussichtlich schlechteren Konditionen zu erwarten ist. Wenn also der Vermieter einen wirksamen Beitrag zur Insolvenzvermeidung leisten kann, sollte er dies nach Möglichkeit tun. Liegt die Einschätzung allerdings nahe, dass eine Insolvenz unvermeidlich ist, sollten Forderungen in voller Höhe aufrecht erhalten werden, um im Insolvenzfall die Voraussetzungen für die Einbringung der Außenstände nicht zu verschlechtern.

3. Vermieter, die dringend darauf angewiesen sind, Zahlungseingänge zu erhalten, um eigene Zahlungsverpflichtungen bedienen zu können

Hier sollte zumindest eine zeitnahe Teilzahlung ausstehender Mieten vereinbart werden, die ausreicht, um die eigenen Verpflichtungen zu bedienen (Kapitaldienst, Eigentümerlasten)

In allen Fällen empfiehlt sich der **intensive Austausch zwischen Mieter und Vermieter** als Voraussetzung dafür, die Gegenposition bewerten zu können und letztendlich für beide Seiten funktionierende Lösungen zu finden.

## BETEILIGUNGEN

### Krisenphasen – Chancen für Neuinvestments

Die Auswirkungen der Coronakrise sind auch im Bereich der Unternehmensbeteiligungen deutlich zu Tage getreten und werden in naher Zukunft spürbaren Einfluss auf bestimmte Rahmenbedingungen des Segments haben. Die Effekte und Implikationen für Bestandsbeteiligungen sind sehr heterogen und stark abhängig von investoren- und unternehmensspezifischen Faktoren. Für einen Investor sind die Wahl des Beteiligungsinstruments und der Investitionszeitpunkt sowie die Möglichkeit zu Nachfinanzierungen entscheidende Parameter, die sich auf das Investment auswirken können. Auf Ebene des Zielunternehmens spielen Faktoren wie Branchenzugehörigkeit, Wettbewerbsstruktur, Unternehmensgröße, Geschäftsmodell und Verschuldung eine große Rolle.

### Private Equity: Fokus auf Bestandsportfolio

Wenngleich die Beteiligungsgesellschaften recht unterschiedlich von der aktuellen Krise betroffen sind, so beschäftigen sich Investmentmanager dezidiert mit den Portfolios ihrer Fonds. Dabei steht zunächst die Sicherstellung und Fortführung des Geschäftsbetriebs im Vordergrund. Insbesondere Maßnahmen zur Sicherung der **Liquidität** durch Abruf bestehender Betriebsmittellinien, temporäre Mietaussetzung, Kurzarbeit oder Beantragung von Finanzhilfen rücken dabei in den Fokus. Parallel dazu gilt es, die Auswirkungen der Eindämmungsmaßnahmen zu quantifizieren, die Finanzplanung anzupassen und Ad-hoc-Gegenmaßnahmen einzuleiten. Viele PE-Manger befinden sich bereits in der nächsten Phase der Krisenbewältigung und stellen langfristige Themen wie die **Strategie** der Portfoliounternehmen aber auch eigene Prämissen und Investitionsziele auf den Prüfstand. Welche strukturellen Veränderungen die Krise bewirkt bzw. beschleunigt, ob eine Buy-and-Build-Strategie weiterhin sinnvoll ist oder ob der Investitionsfokus auf andere Geschäftsmodelle und Branchen gelegt werden sollte, sind Fragen, die viele Verantwortliche dabei bewegen.

Entscheidend dafür, wie sich die PE-Portfolios in dieser Phase entwickeln, sind einerseits Branchen-Exposures und unternehmensindividuelle Faktoren, andererseits aber auch die Erfahrung, Expertise und Möglichkeiten des

PE-Managers. Geschäftsmodelle, die **stabile Erlösmodelle** aufweisen oder wenig kapitalintensiv sind, Firmen mit Systemrelevanz, global gering verflochtene Unternehmen mit flexiblen Strukturen und **geringer Verschuldung** sind mögliche Kandidaten, die durch diese Krise weniger beeinträchtigt werden. Große PE-Adressen, die seit vielen Jahrzehnten im Markt agieren, über ausreichend investierbare Mittel und Branchenexperten im eigenen Haus (Operations Teams) verfügen, sind gegenwärtig besser positioniert als weniger professionalisierte Manager. Dies unterstreicht die Bedeutung der Managerselektion. Investoren, die ihre Due Diligence in der Vergangenheit sorgfältig durchgeführt haben und ihre Investitionsstrategie ohnehin auf einen wirtschaftlichen Abschwung ausgerichtet hatten, könnten davon nun profitieren.

Neben diesen Effekten spielen auch technische Aspekte eine Rolle. Die Wahl des Bewertungsverfahrens ist dabei nicht zu vernachlässigen. PE-Fonds, die bei der Portfoliobewertung auf Discounted-Cash-Flow-Verfahren setzen, sind möglicherweise weniger stark betroffen als Fonds, die einen Multiplikatoransatz verfolgen. Grund dafür ist der langfristige Charakter des DCF-Modells, das sich weniger an Multiplikatoren als an den Bewertungen der Kapitalmärkte orientiert. Weiterhin kommt auch die allgemeine Bewertungspraxis der Verantwortlichen zum Tragen: PE-Manager mit konservativen Bewertungsprämissen haben eher die Möglichkeit, große Korrekturen abzufedern, als Initiatoren mit optimistischen Wertannahmen. PE-Manager mit besonders betroffenen Portfolios sind zusätzlich dem Risiko ausgesetzt, dass aufgrund eines möglichen Wegfalls der erfolgsabhängigen Vergütung (Carried Interest) Personal abwandert.

### Transaktionsvolumen stark rückläufig

Neutransaktionen stehen in der aktuellen Situation bei vielen Fonds nicht im Fokus. Eine Ausnahme bilden Transaktionen in wenig betroffenen Branchen (z.B. IT, Kommunikation, Health Care und Pharma) sowie Fonds, die durch Spezialstrategien (Secondary, Distressed) von den aktuellen Marktverwerfungen zu profitieren versuchen. Ein Grund für die Zurückhaltung ist die Fokussierung der PE-Fonds auf das **Bestandsportfolio**, das die Aufmerksamkeit der Investmentmanager erfordert. Auch gilt es, investier-

bare Mittel für gegebenenfalls notwendige Nachfinanzierungen zu reservieren. Eine weitere Schwierigkeit besteht darin, dass Unternehmenstransaktionen derzeit höhere Unsicherheiten bergen. Insbesondere Unternehmensplanungen mit optimistischeren Wachstumsannahmen aus der jüngeren Vergangenheit haben mittlerweile nur noch begrenzte Aussagekraft. Dies erschwert vor allem die Kaufpreisbestimmung. Dennoch stehen Käufern verschiedene Mittel und Wege zur Verfügung, um potenzielle Risiken abzumildern. Bestimmte Regelungen in Kaufverträgen wie **Kaufpreismechanismen** (Closing-Accounts-Mechanismus), variable Kaufpreiskomponenten (Earn-Outs), spezielle Schutzklauseln (Material-Adverse-Change-Klauseln) und umfangreiche Verkäufergarantien sind dabei geeignete Absicherungsmechanismen.

Die **Kontraktion der Buyout-Transaktionsaktivität** geht jedoch nicht allein von der Käuferseite aus. Die Verkäuferseite ist ebenso zurückhaltend. Viele potenzielle Verkäufer sind momentan damit beschäftigt die Auswirkungen der Krise zu bewältigen und haben keine Kapazitäten für einen Transaktionsprozess. Weiterhin schreckt die Aussicht auf mutmaßlich geringere Transaktionserlöse potenzielle Verkäufer ab und veranlasst diese, Transaktionsvorhaben zu verschieben.

### Bewertungsniveau sinkt

Die Bewertungsrelationen bei Buyout-Transaktionen orientieren sich am Kapitalmarkt. Die zwischenzeitlich gesunkenen Aktienbewertungen schlagen sich demnach auch bei der Preisfindung im Buyout-Bereich nieder. Neutransaktionen werden in vielen Branchen in diesem Jahr wahrscheinlich auf Basis **geringerer Kaufpreismultiplikatoren** bzw. Ergebnisschätzungen durchgeführt. Jüngere PE-Fonds, die noch am Anfang ihrer Investitionsphase stehen, eröffnet sich somit die Chance, Zielunternehmen günstiger zu akquirieren, als es noch vor Kurzem möglich war. Damit besteht für neue Beteiligungen eher die Möglichkeit, über die Halteperiode marktbedingte Multiplikator-Erhöhungen zu realisieren. Dies schien auf dem zuletzt sehr hohen Bewertungsniveau deutlich weniger wahrscheinlich.

### Gegenwind bei Finanzierung

Buyouts sind unter anderem dadurch gekennzeichnet, dass sie zu einem signifikanten Anteil fremdfinanziert sind. Insgesamt dürfte sich die Verfügbarkeit von Transaktionsfinan-

zierungen zeitweise eintrüben. Für PE-Fonds bedeutet dies konkret, dass Risikoaufschläge für Fremdmittel tendenziell steigen, sich die Kreditaufgaben verschärfen (weniger Covenant-Lite-Kredite) und ein **höherer Eigenkapitalanteil** erforderlich sein wird. Allerdings bedeuten gestiegene Eigenkapitalerfordernisse absolut betrachtet nicht automatisch ein höheres Eigenkapitalinvestment, da der gesamte Finanzierungsbedarf bei einem niedrigeren Bewertungsniveau geringer ausfällt.

Eine vollständige Austrocknung des Marktes für Akquisitionsfinanzierungen erscheint trotz des restriktiveren Agierens der Fremdkapitalgeber wenig wahrscheinlich. Denn mittlerweile haben **Private-Debt-Fonds** für das Buyout-Segment eine hohe Bedeutung erlangt und stehen ihrerseits aufgrund der limitierten Investitionsphase sowie vorhandener Kapitalzusagen unter Anlagedruck. Gleichzeitig hat das rückläufige Transaktionsvolumen zur Folge, dass auch die Nachfrage nach Finanzierungen vorerst überschaubar ausfallen wird. Im Ergebnis erwarten wir **keine** existenzgefährdende **Kreditklemme** für Buyouts. Weiterhin haben PE-Fonds verschiedene Möglichkeiten (Verkäuferdarlehen, Rückbeteiligung), um temporären Finanzierungslücken auf anderem Wege zu begegnen.

### Fundraising sehr selektiv

Das Einwerben von Kapital für neue Fonds wird angesichts der aktuellen Lage erschwert. Dies liegt daran, dass einige institutionelle Investoren feste Allokationsquoten für einzelne Assetklassen besitzen. Durch den Rückgang der Aktienkurse und die nachlaufenden Bewertungsanpassungen für illiquide Vermögenswerte hat sich der Private-Equity-Anteil am Gesamtportfolio erhöht, sodass zunächst keine Neuinvestitionen im PE-Bereich mehr getätigt werden können. In Einzelfällen kann dies auch dazu führen, dass Investoren gezwungen sind, einen Teil ihrer PE-Engagements am Sekundärmarkt zu verkaufen. Zwar betrifft dies längst nicht alle PE-Investoren; allerdings werden neue Commitments sehr viel restriktiver eingegangen. Das bedeutet, dass in naher Zukunft **Top-PE-Adressen** mit gutem Track Record im Fokus der Investoren stehen werden. Verlierer in diesem Umfeld sind kleinere Fonds und Teams, die erstmalig externes Kapital einwerben (sogenannte First-Time-Funds). Insgesamt glauben wir, dass sich vor diesem Hintergrund das Kräfteverhältnis zwischen Investoren (sogenannte Limited Partners, LP) und PE-Managern wieder etwas zu Gunsten der LP verschiebt. Damit eröffnen

sich für Investoren möglicherweise Einstiegschancen bei PE-Adressen, die unter normalen Umständen extrem hohe Zugangsschwellen haben.

### Listed Private Equity: Discounts wieder attraktiver

Die Kursabschläge von Listed-Private-Equity-Titeln auf ihren jeweiligen NAV haben sich parallel zu den Verwerfungen am Aktienmarkt deutlich ausgeweitet. Mittlerweile sind die Discounts gegenüber ihrem zwischenzeitlichen Höchstwert wieder etwas zurückgegangen. Dies ist vor allem technisch bedingt, da die mit zeitlichem Versatz berichteten NAV erst später bewertungsrelevante Informationen widerspiegeln. Das aktuelle Niveau der Discounts liegt jedoch deutlich über dem langfristigen Durchschnitt. Für Investoren, deren PE-Allokation noch nicht ausgeschöpft ist, kann das Segment in dieser Phase für taktische Maßnahmen interessant sein. Allerdings sollten auch hier Investitionen ausschließlich mit einem langfristigen Investitionshorizont getätigt werden.

### Private Debt: Anstieg der Ausfallraten

Auch Private-Debt-Fonds bekommen die Auswirkungen der Corona-Maßnahmen zu spüren. Für Bestandsinvestments wird dies zunächst zu einem Anstieg der (technischen) **Ausfälle** (Defaults) führen und sich in einem Anstieg von leistungsgestörten Krediten niederschlagen. Aufgrund der hohen Anzahl zu erwartender Restrukturierungsfälle sowie der Schwere der Auswirkungen auf bestimmte Branchen ist mit einer im historischen Vergleich geringeren Wertaufholungsquote (Recovery Ratio) zu rechnen. In Summe dürften Bestandsportfolios daher überdurchschnittliche Verlustraten erleiden. Inwieweit die Performance einzelner Fonds betroffen ist, hängt wesentlich vom Rang der Forderungen, der Zusammensetzung des Portfolios und der Workout-Erfahrung des Private-Debt-Managers ab. Vehikel von erfahrenen Initiatoren, die erst kürzlich aufgelegt wurden, keine größeren Konzentrationen in besonders betroffenen Branchen haben und im Senior-Secured-Bereich engagiert sind, werden wahrscheinlich kaum Performance-Beeinträchtigungen verzeichnen.

### Neutransaktionen bieten Potenzial

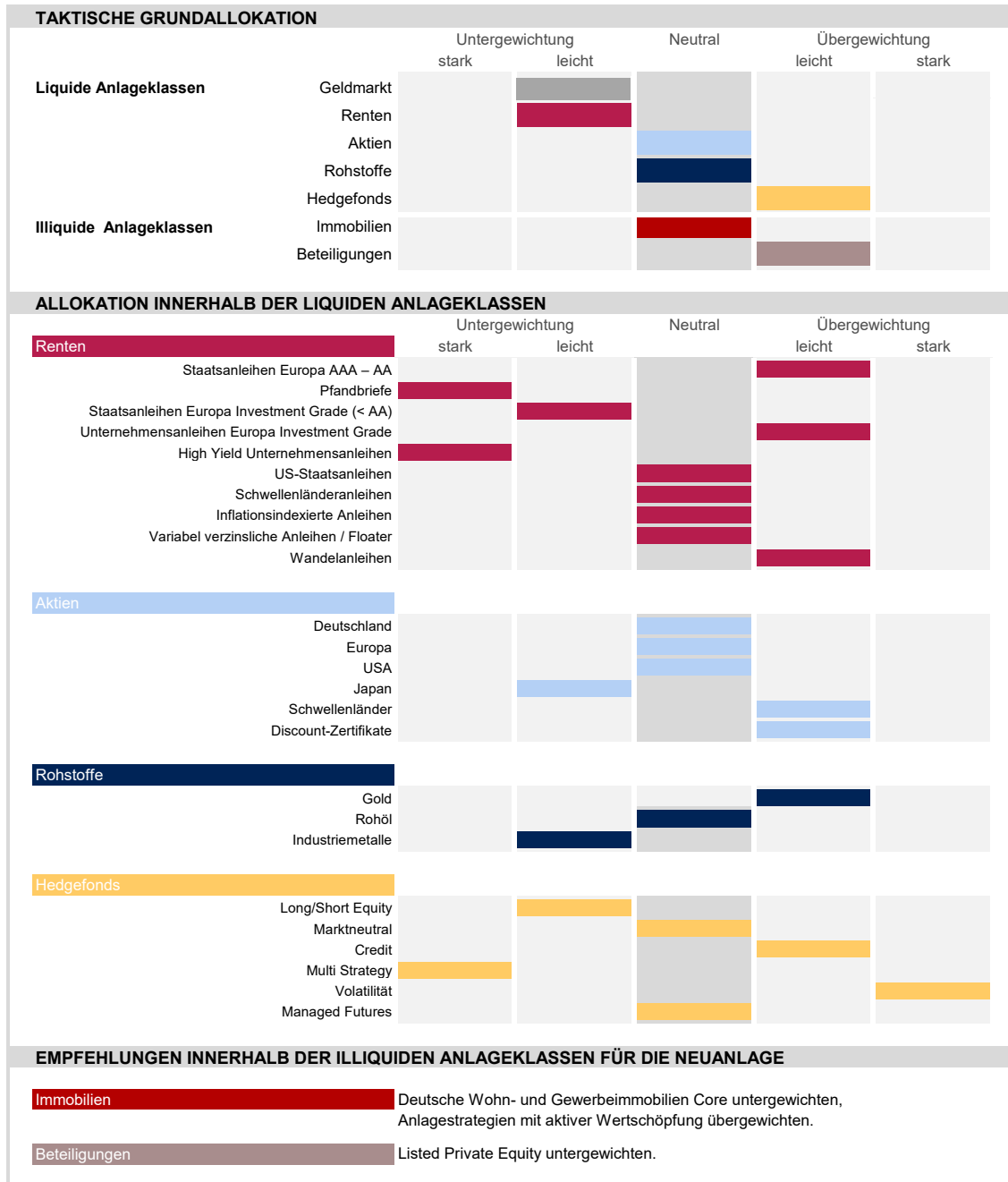
Der zunehmende Wettbewerb bei Akquisitionsfinanzierungen führte in den letzten Jahren zu Margendruck und gelockerten Kreditbedingungen. Während das Segment Private

Equity davon profitierte, geschah dies zu Lasten der Kreditgeber. Diese Entwicklung wurde nun durch die Krise vorerst gestoppt. Risikoaufschläge von Private-Debt-Fonds steigen wieder an und die Bedingungen der **Kreditvergabe verschärfen** sich. Der Fremdfinanzierungsbedarf für Neutransaktionen wird allerdings kurzfristig zurückgehen, da sich die Anzahl der Buyouts vorerst auf einem niedrigen Niveau bewegen wird und die Bewertungen sinken. Bei bestehenden Kreditengagements könnte hingegen eine erhöhte Nachfrage nach Refinanzierungen sowie mittelfristig nach Rekapitalisierungen und Finanzierungen für Add-On-Akquisitionen einen Teil des Rückgangs bei Neutransaktionen kompensieren.

### Beteiligungsstrategie

Wenngleich die Folgen der Coronakrise für einige Portfoliounternehmen erheblich sein können, so ändert sich aus Sicht eines LP nichts Grundlegendes. Kurzfristig dürften sich die Auswirkungen der Krise durch geringere Kapitalabrufe und -rückzahlungen bemerkbar machen. Die NAV nahezu aller Fonds dürften vorübergehend signifikante **Bewertungskorrekturen** zu verzeichnen haben. Bereits geplante Beteiligungsrealisierungen werden zunächst aufgeschoben, was sich aufgrund einer damit einhergehenden längeren Kapitalbindung negativ auf die Renditerwartung des jeweiligen Fonds auswirken dürfte. Weiterhin wird sich für Buyout-Transaktionen das Jahr 2019 rückblickend bezüglich der Performance wahrscheinlich als unterdurchschnittlicher Jahrgang herausstellen. Dies gilt jedoch nicht unbedingt für Fonds dieses Jahrgangs, da sich die Investmentperiode der Fonds über mehrere Jahre erstreckt und auf dem vergleichsweise hohen Bewertungsniveau des Jahres 2019 nur ein geringer Teil des Portfolios erworben wurde. Auf die mittel- bis langfristige Renditeerwartung für das Beteiligungssegment sollte die Krise jedoch keine Auswirkungen haben. Die Empfehlungen einer **zeitlichen Diversifikation** gilt unverändert. Die gesunkenen Bewertungsniveaus im Buyout-Segment bieten für PE-Fonds wieder deutlich mehr Renditepotenzial durch marktbedingte Bewertungsanstiege. Geplante Kapitalzusagen sollten demnach auch weiterhin getätigt werden.

## TAKTISCHE ALLOKATIONSEMPFEHLUNG



## IMPRESSUM

### Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG

### Autoren

Erik Baas, Björn Block, Jörg Eschweiler, Thomas R. Fischer, Björn vom Hofe, Dr. Christoph Kind, Thomas Kühl, Daniel Schneider

### Redaktion und Layout

Dr. Christoph Kind, Susanne Schäfers und Elina Kilimnik

### Redaktionsschluss

16. Juni 2020

### Urheberrechtshinweis

Dieser Research-Beitrag ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung ohne unsere Zustimmung ist unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des Inhalts in Teilen oder in seiner Gesamtheit.

### Haftungsausschluss

Dieser Research-Beitrag enthält unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Veröffentlichung. Alle zugrundeliegenden Informationen wurden sorgfältig ermittelt. Wir übernehmen jedoch keine Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit der hier geäußerten Inhalte. Sofern steuerliche Fragen hier behandelt werden, sind interessierte Anleger gehalten, sich von einem Steuerberater über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Dieser Beitrag stellt weder ein Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Kauf von Wertpapieren dar und ersetzt keine aktuelle anleger- und produktbezogene Beratung über den Erwerb von Wertpapieren.

### Datenquellen

Soweit nicht anders angegeben: Datastream, Bloomberg, öffentlich zugängliche Datenquellen, eigene Berechnungen

MARCARD, STEIN & CO AG · DIE FAMILY OFFICE BANK  
Ballindamm 36 · 20095 Hamburg  
Telefon +49 40 32099-556 · Fax +49 40 32099-206  
family\_office@marcard.de

[www.marcard.de](http://www.marcard.de)

Ein Unternehmen der

  
M.M. WARBURG & CO  
BANK