

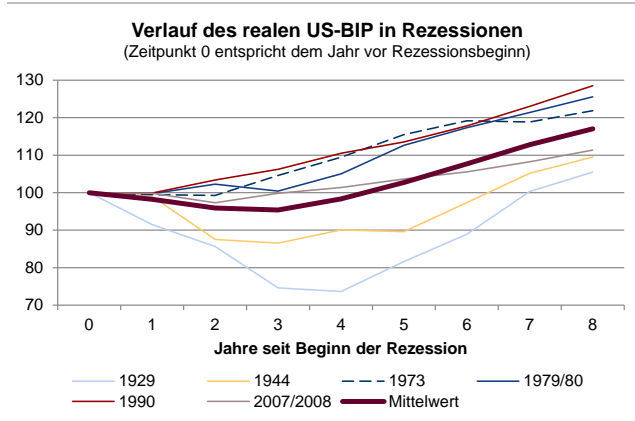
BUCHSTABENSUPPE

Die Spekulation über den Verlauf der wirtschaftlichen Erholung nach dem Höhepunkt der Corona-Krise ist in vollem Gange. Die Buchstaben V, L, U, J und W werden gerne verwendet, um die unterschiedlichen Szenarien zu verbildlichen. Der Blick in die Vergangenheit zeigt jedoch, dass solche simplen Verlaufsmuster zu kurz greifen. Das Drama einer Wirtschaftskrise vollzieht sich in der Regel in drei Akten: Auf den starken Absturz folgt eine schnelle, aber unvollständige Erholung, der sich eine längere und fragile Phase der Normalisierung anschließt. Die Wirtschaftspolitik muss in der Erholungsphase aktiv dazu beitragen, die Gefahren eines Rückfalls in die Rezession zu verringern.

Das erste Quartal 2020 wird als Beginn der **Corona-Rezession** in die Geschichtsbücher eingehen. In den USA ist das BIP gegenüber dem Vorquartal nach ersten Schätzungen um -1,2 Prozent gesunken, im Euroraum gar um -3,8 Prozent. Volkswirte sprechen zwar erst dann von einer Rezession, wenn das Wachstum in zwei aufeinanderfolgenden Quartalen negativ ist, doch gibt es keinen Zweifel daran, dass auch im laufenden zweiten Quartal die Wirtschaftsleistung rückläufig sein wird.

Was am Anfang des Jahres noch undenkbar schien, ist nun bittere Realität geworden. Doch es gibt auch **Hoffnungsschimmer**. Mit einem expansiven fiskalischen Impuls von 3,7 Prozent des globalen BIP und einer extrem unterstützenden Geldpolitik könnte das Schlimmste verhindert worden sein. Die rückläufige Wachstumsrate der Neuinfektionen und die zunehmenden Lockerungen der Mobilitätsbeschränkungen wecken ebenfalls Hoffnungen auf ein rasches Ende der wirtschaftlichen Talfahrt.

Wie könnte eine wirtschaftliche Erholung in der zweiten Jahreshälfte aussehen? 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.

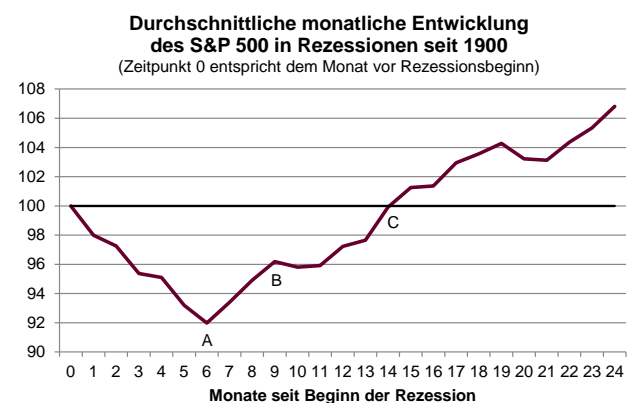
In der obigen Grafik ist das **Niveau des realen jährlichen BIP in den USA in schweren Rezessionen** dargestellt. Der erste Datenpunkt ist auf 100 normiert und entspricht dem BIP im Jahr vor der Rezession. Im historischen Durchschnitt dauerte es in den USA fünf Jahre, bis nach einer schweren Rezession 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 vermeintliche 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 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.



Innerhalb der Buchstabensuppe ist der ABC-Ansatz von Ricardo Reis am besten geeignet, um die **Szenarien der wirtschaftlichen Erholung** zu diskutieren. Punkt A wird voraussichtlich im zweiten Quartal erreicht. Im zweiten Halbjahr 2020 ist dann ein kräftiger Anstieg der BIP-Wachstumsraten bis zum Punkt B zu erwarten. Das Vorkrisenniveau beim Punkt C dürfte aber frühestens Ende kommenden Jahres wieder erreicht werden. Ohne eine ausreichende wirtschaftspolitische Unterstützung besteht sogar die Gefahr, dass es zu einem erneuten Rückschlag kommt. Maßnahmen zur Förderung der privaten Nachfrage, die während eines Lockdowns kontraproduktiv waren, können nach dessen Ende zu einer raschen Erholung beitragen und einen „double dip“ verhindern. Eine temporäre Senkung der Mehrwertsteuer wäre in dieser Situation ein wichtiger Impuls, um das verlorengegangene Vertrauen der Verbraucher wiederherzustellen.

Ansprechpartner: Investment Office Marcard, Stein & Co, Dr. Christoph Kind (ckind@marcard.de), +49 40 32099-319
Erik Baas, CFA (ebaas@marcard.de), Björn Block (bblock@marcard.de)

Herausgeber

MARCARD, STEIN & CO AG – DIE FAMILY OFFICE BANK, Ballindamm 36, 20095 Hamburg, Tel. +49 40 32099-0, Fax +49 40 32099-200, www.marcard.de

© Copyright 2020

Das Werk einschließlich aller Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwendung außerhalb der Grenzen des Urheberrechtes ist ohne unsere Zustimmung unzulässig und strafbar. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Haftungsausschluss

Dem Inhalt dieses Werks liegen vertrauenswürdige Informationen aus öffentlich zugänglichen Quellen zugrunde. Für die Richtigkeit können wir jedoch keine Gewähr übernehmen. Die hierin enthaltenen Aussagen können jederzeit ohne Vorankündigung geändert werden. Dieses Werk 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.

Die Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Durch etwaige andere Gesetze, Gesetzesänderungen, Veränderung der Rechtsprechung oder Erlasse kann sich die steuerliche Beurteilung – ggfs. auch rückwirkend – verändern und können die beschriebenen steuerlichen Folgen nachteilig beeinflusst werden. Die in diesem Werk enthaltenen Meinungsäußerungen geben unsere aktuelle Einschätzung wieder. Die in dieser Einschätzung zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Die steuerlichen Ausführungen erheben nicht den Anspruch, sämtliche steuerliche Aspekte zu behandeln, die aufgrund der persönlichen Umstände des einzelnen Anlegers von Bedeutung sein können. Interessierten Anlegern wird daher empfohlen, sich von einem Angehörigen der steuerberatenden Berufe über die steuerlichen Folgen des Erwerbs, des Haltens und der Veräußerung von Wertpapieren beraten zu lassen. Für die Richtigkeit der hier genannten Informationen übernehmen wir keine Gewähr. Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.