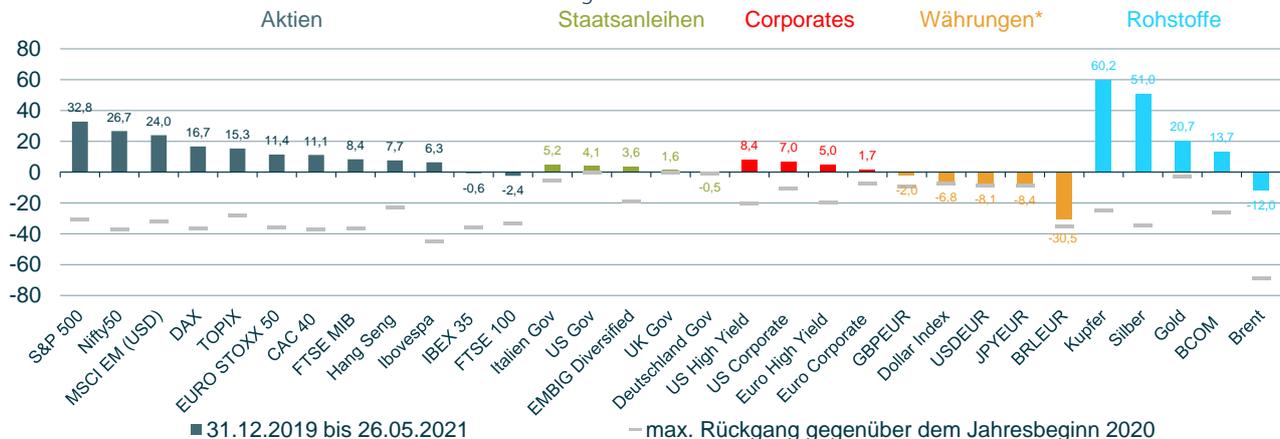


## Das Coronajahr 2020 bis heute an den Kapitalmärkten

Total Return verschiedener Assetklassen in lokaler Währung



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen, Dekabank  
Stand: 26.05.2021

## Corona – Zahlen, Daten, Fakten: Von der Pandemie zur Endemie?

In den letzten 15 Monaten ist es notgedrungen für viele zur täglichen Gewohnheit geworden die „Aktualisierungen des Grauens“ zu verfolgen: Die aktuellen Zahlen an Neuinfizierten, Toten, Inzidenzen, Hospitalisierungen. Diese Einzelwerte fügen sich auf Dauer zu immer dramatischeren Gesamtwerten zusammen. **Inzwischen wurden weltweit über 167 Mio. Infizierte registriert und es sind fast 3,5 Mio. Tote zu beklagen.** Die Dunkelziffer dürfte in beiden Fällen deutlich höher liegen. Hoffnung aber gibt eine andere und **ebenso beeindruckende Zahl: Über 1,7 Mrd. Impfungen** wurden **weltweit** bereits durchgeführt.

Die **regionalen Differenzen sind extrem.** Bei den Toten sind die Zahlen in den USA (~590.000), UK, Italien, Frankreich und Deutschland (~87.000) besonders hoch. In den Schwellenländern sind es Indien (~307.000), Mexiko (>220.000) und Kolumbien, die herausstechen, wobei in diesen Ländern die tatsächlichen Zahlen sogar deutlich höher liegen dürften. **Relativ zur Bevölkerung** sind Ungarn (3062 pro Million) und die Tschechische Republik (2805 pro Mio.) sowie weitere osteuropäische Staaten besonders betroffen. Es folgen unter andere Belgien, Italien, UK und die USA (1785 pro Mio.). Deutschland liegt bei 1.047 pro Mio. Einwohner. Besonders wenige Tote in Relation zur Bevölkerung konnten Neuseeland (5,3 pro Mio.), China, Taiwan und Vietnam (0,45 pro Mio.) bislang beklagen.

Da der offiziell ermittelte Wert der Infizierten zum einen stark von der Anzahl und der Verteilung von Tests, zum anderen aber von den generellen Rahmenbedingungen der Erfassungsmöglichkeiten abhängen, dürften die **Corona-Statistiken regional in der Qualität der Erhebung erheblich voneinander abweichen.** Eine Möglichkeit, sich einen vergleichenden Eindruck über die Auswirkungen der Corona-Pandemie in den einzelnen Ländern zu verschaffen ist, einen Blick auf die **Übersterblichkeiten** zu werfen. Hier wird die Sterblichkeit während des Corona-Zeitraums mit der durchschnittlichen Sterblichkeit im gleichen Zeitraum der vergangenen fünf Jahre verglichen. Brasilien und Kolumbien weisen zum Teil eine um 80 % höhere Sterblichkeit aus, nur etwas geringer sind die Werte in Chile. Für einige andere stark betroffene Staaten in Südamerika liegen allerdings auch hier keine Werte vor.

In Europa fallen die Zahlen deutlich weniger dramatisch aus, beinhalten aber auch Überraschungen. **Interessant** ist, dass die umstrittene Corona-Politik von **Schweden** im Frühling 2020 zu drei Monaten mit **zunächst deutlich höherer Übersterblichkeit** als in Deutschland führte und in der Spitze fast 50 % erreichte. Aber **seit Anfang Juli letzten Jahres** liegt die Übersterblichkeit von Schweden fast durchgängig unter der deutschen und ist **zum Teil sogar geringer als in den Vorjahren** (siehe Grafiken).

Solange es keine impfesistente Mutante gibt, sind künftig vor allem **Impfungen** mit wirksamen Impfstoffen allesentscheidend. Denn sie helfen Infektionen zu verhindern oder entscheidend zu lindern. Mit global weiter steigenden Impffzahlen sollten somit vor allem die **intensivmedizinische Betreuung abnehmen und auch die Todeszahlen deutlich sinken.**



**Der Impferfolg hängt an Wirksamkeit, Verfügbarkeit und Impfbereitschaft.** Erstere scheint aktuell bei den wichtigen Vakzinen gegeben. Studien und die realen Entwicklungen in den USA, Israel, UK und zunehmend in der EU sprechen für sich.

**Die Verfügbarkeit ist aktuell regional extrem unterschiedlich, wie der Impffortschritt nach Staaten zeigt.** In Israel und UK haben 63 % bzw. 56 % mindestens eine Impfdose erhalten, in den USA sind es rund 50 % und in Deutschland 40 %. Andere reiche Staaten sind weniger weit: 35 % in Frankreich, 32 % in der Schweiz, 13 % in Australien, 8 % in Südkorea und 6 % in Japan. In den Abbildungen ist zu sehen, dass **Europa inzwischen Nordamerika eingeholt** hat, das liegt einerseits am gesteigerten Tempo in der Eurozone, aber auch daran, dass Mexiko mit seinen 127 Mio. Einwohnern und einer geringen Impfquote zu Nordamerika gezählt wird. Absolut sehr beeindruckende Zahlen bietet China mit zuletzt 10-15 Mio. Impfungen pro Tag und kumuliert rund 550 Mio. Impfungen, fast ein Drittel der weltweiten Gesamtzahl.

Mit der **absehbar deutlich höheren Impfstoffproduktion** verbessert sich dessen Verfügbarkeit und immer mehr Menschen können Impfungen erhalten. Die EU erwartet beispielsweise im dritten Quartal die Lieferung von 530 Mio. Impfdosen und weitere 450 Mio. Dosen im vierten Quartal. **Bis Ende Juli sollen, laut den Zielen der EU-Kommission, 70 % aller Erwachsenen EU-Bürger geimpft sein.** Damit wird die **Impfbereitschaft** in der EU sowie anderen Industriestaaten schrittweise immer wichtiger und perspektivisch sogar zu einem der wichtigsten Faktoren.

Hier zeichnen sich vor allem mit den USA und Frankreich prominente Problemfälle ab. In den Vereinigten Staaten sind Wähler der Demokraten deutlich stärker an Impfungen interessiert als Republikaner, was auch von den gewählten Abgeordneten vorgelebt wird. **Setzt sich dieser Trend fort, dann wird es für die USA zunehmend schwieriger Herdenimmunität zu erreichen.** In Frankreich lehnt laut Umfragen rund ein Drittel der Bevölkerung eine Impfung ab, immerhin ist der Wert in den letzten Monaten aber massiv gesunken. Auch in anderen Ländern ist die Impfskepsis teilweise hoch. In Russland lehnen laut Erhebungen sogar zwei Drittel der Bevölkerung eine Impfung ab.

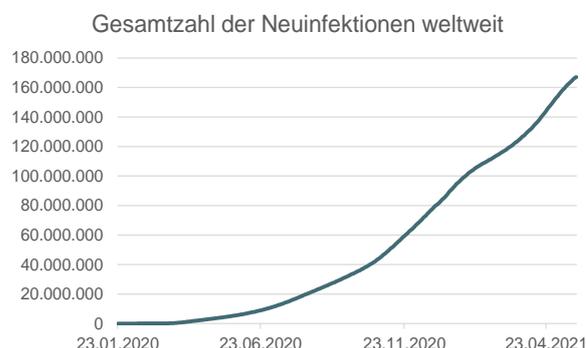
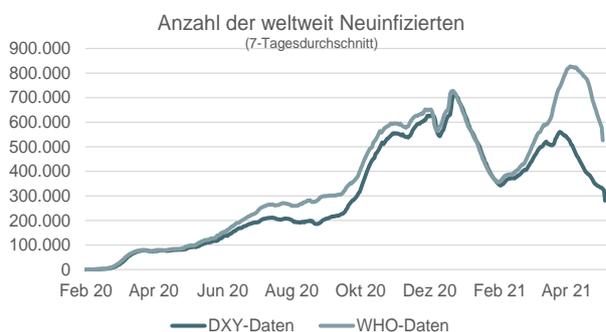
**Im Laufe des Sommers (USA, UK) und Spätsommer/ Herbst (Eurozone)** dürften immer mehr Industriestaaten ein „new normal“ erreichen. Die Corona-Krise tritt immer stärker in den Hintergrund – solange es keine impfesistente Mutante gibt. Restriktionen werden weitestgehend aufgehoben und es ist normal zu bestimmten Anlässen, wie beispielsweise am Flughafen, seinen Impfnachweis zu zeigen. **Wissenschaft und Pharma-/ Biotechindustrie** werden sich ein **Wettrennen mit dem Virus liefern** und ihre Impfstoffe immer weiter anpassen und optimieren, um die Wirksamkeit trotz ständiger Mutationen hochzuhalten. Aktuell ist das der Fall: **Laut WHO sind die bislang zugelassenen Corona-Impfstoffe gegen alle derzeit grassierenden Covid19-Varianten wirksam.** Einige Studien zeigen fast 100 % Wirksamkeit gegen Hospitalisierungen und Tod.

Richtig **spannend könnte es dann ab Oktober/ November** werden, wenn es **in Europa und den USA** wieder kälter wird, die Menschen wieder mehr in geschlossenen Räumen sind. Regionale Hotspots (ggf. mit niedrigen Impfquoten) könnten zu neuen Restriktionen führen. Impfnachweise oder negative Tests werden dann eine größere Rolle für die Partizipation am wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Leben spielen.

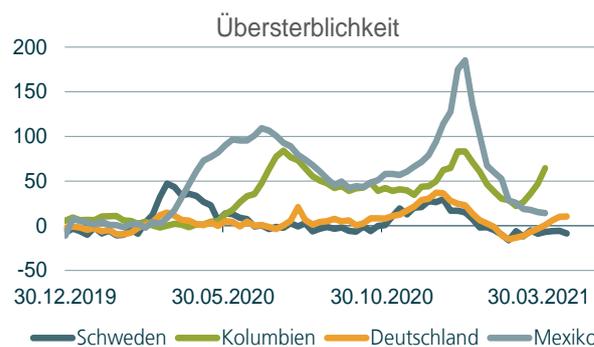
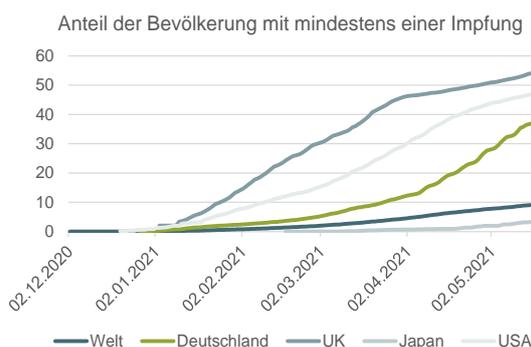
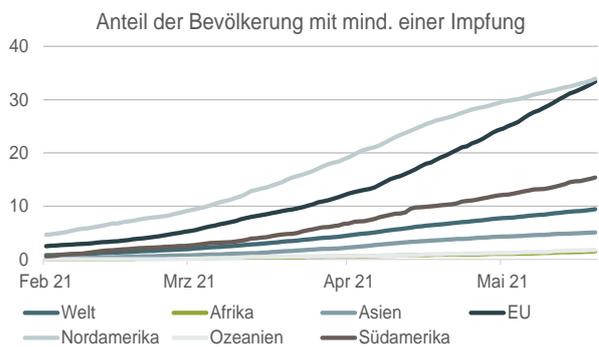
Von solchen Problemen können die meisten **Emerging Markets** nur träumen. Hier wird die **Verfügbarkeit von Impfstoffen vermutlich auch nächstes Jahr noch ein Problem sein.** Die reichen Staaten und die Unternehmen sind am Zug, für eine Ausweitung der Produktion zu sorgen, auch im eigenen Interesse, um das Risiko von Mutationen zu reduzieren.

Mit der Überwindung der Pandemie wird Corona zu einer Endemie und die einzelnen Staaten können und müssen sich zahlreichen Fragen stellen. Von der Qualität des Krisenmanagements, wie gut man auf eine Pandemie vorbereitet war und welche Schlüsse für künftige Krisen zu ziehen sind, wie mit den deutlich erhöhten Schulden auf Staatsebene und bei vielen Unternehmen umgegangen werden soll, welche langfristigen Folgen Corona-Erkrankungen (Long Covid) haben und welche psychischen Folgen sich für einzelne und die Gesellschaft ergeben.

## Die Coronapandemie in Grafiken:



Quellen: European Centre for Disease Prevention and Control, DekaBank



## Volkswirtschaft in der Corona-Pandemie: Rückblick - Ausblick

Die Corona-Krise hat in der wirtschaftlichen Entwicklung nahezu aller Länder tiefe Spuren hinterlassen. Die **globale Wirtschaftsleistung brach** nach unseren Berechnungen **im ersten Halbjahr 2020 um 9,5 %** ein. Der Rückgang war damit **mehr als dreimal so stark ausgeprägt wie zur Finanzkrise** im Winterhalbjahr 2008/2009. Die Pandemie hatte zwar ihren Ursprung in China, aber dank entschlossener Gegenmaßnahmen blieb hier der Wirtschaftseinbruch begrenzt und China erholte sich bereits, als viele andere Länder erst in den Lockdown gingen. Am **1. April 2020** erreichte der **globale Restriktionsindikator** sein **Allzeithoch** und würde es das globale Bruttoinlandsprodukt auf Tagesbasis geben, dann darf **in der Nähe dieses Tages der wirtschaftliche Tiefpunkt** zu vermuten sein. Im Vergleich zwischen Industrie- und Schwellenländern wurde rasch deutlich, dass der **Wirtschaftseinbruch in den Industrieländern wesentlich ausgeprägter** sein würde als in den Schwellenländern. Dies hing besonders mit dem „**Sonderfall**“ **China** zusammen, aber auch mit dem Infektionsverlauf insbesondere in den USA und in Europa. Darüber hinaus profitierte nicht nur China von den Erfahrungen früherer Epidemien (SARS, MERS), sondern auch die benachbarten und damals ebenfalls betroffenen Länder, die zumeist in den Kreis der Schwellenländer gezählt werden.



Lange Zeit galt unter Volkswirten der Konsens, dass die anschließende wirtschaftliche Erholung dauerhaften Schaden für die Weltwirtschaft bedeuten würde. Die unterschiedlichsten Buchstaben des Alphabets wurden zur Beschreibung des Verlaufs einer möglichen Aufholbewegung bemüht (L-, U-, Z-, V-Aufschwung). Inzwischen haben sich die Erkenntnisse dahingehend verschoben, dass mit Blick auf die **Wirtschaftsleistung** die Aktivitätsentwicklung wieder erreicht werden wird, die auch ohne Corona-Krise zu erwarten gewesen wäre. Hierfür wird der Begriff „**V-Aufschwung**“ verwendet.

**Bislang ist der „V-Aufschwung“ noch unvollständig** – schließlich hat sich der globale Restriktionsindikator nur um gut 18 % gegenüber seinem Allzeithoch verringert. Im **Vergleich zu einem fiktiven Szenario ohne Corona-Krise** liegt derzeit (Stand: 4Q/2020) das globale Bruttoinlandsprodukt (**BIP**) **noch 2,4 Prozentpunkte niedriger**. Allerdings dürfte dieser Abstand mit einer weiteren Abnahme der noch bestehenden Restriktionen in den kommenden Quartalen aufzuholen sein. Das heißt, die **Abnahme der Restriktionen** ist der wesentliche Grund für die fortgesetzte Aufholjagd. Die Voraussetzung für eine vermutlich nahezu vollständige Erholung schufen allerdings die **staatlichen Hilfsmaßnahmen** zu Beginn der Krise.

So schlimm der Wirtschaftseinbruch auch war – ohne das fiskalische Gegensteuern insbesondere der Industrieländer wäre der Rückgang vermutlich noch wesentlich ausgeprägter gewesen. Nach Rechenstand des IVF vom April dieses Jahres gab es im Zuge der Corona-Krise **weltweit Hilfspakete von 9,2 % des Bruttoinlandsprodukts**. Auch hier zeigt sich eine Zweiteilung: Die stärker betroffenen **Industrieländer schnürten Hilfspakete in Höhe von 16,4 % des BIP**, während die **Schwellenländer** im Aggregat „**nur**“ auf **4 %** kamen. Der Unterschied lässt sich aber nicht nur mit der geringeren Belastung erklären, denn auch die Fähigkeit, sich im großen Stil zu verschulden, dürfte zu der geringeren Schuldenaufnahme beigetragen haben. Eine weitere Unterteilung der Schwellenländer mit geringen Einkommen zeigt, dass in diesem Ländersetz die staatlichen Hilfspakete nur 1,6 % des BIP ausmachten. Unter den Industrieländern nahmen die **USA und UK die Spitzenpositionen** ein. **Allerdings** sind hier die **sozialen Sicherungssysteme weniger ausgeprägt**, sodass zusätzliche Arbeitslosenhilfen notwendig wurden. **Auffallend geringe staatliche Maßnahmen** hatten die **skandinavischen Länder** nötig.

Nicht enthalten sind in diesen Berechnungen die **staatlichen Garantien und Kredithilfen**, die **global nochmals mit 6,1 % des BIP** zu Buche schlugen. Während die Ausgabenprogramme dazu beitrugen, dass das Bruttoinlandsprodukt nicht noch deutlicher sank, halfen die Garantien und Kredithilfen dabei, zahlungsunfähige Unternehmen vor ihrer Insolvenz zu bewahren. In den USA gingen diese Hilfen sogar soweit, dass 2020 ein Jahr mit einer **auffallend geringen Anzahl an Unternehmensinsolvenzen** war. Die geringe Anzahl an Insolvenzen ist wiederum die Grundvoraussetzung dafür, dass die Volkswirtschaften nach Rückführung der Restriktionen wieder an die vorherige Wirtschaftsentwicklung anknüpfen können. Auf den Punkt gebracht: **Ohne Garantien und Kredithilfen wäre eine V-Erholung undenkbar**.

Neben der Fiskalpolitik trug auch die Geldpolitik zur wirtschaftlichen Stabilisierung bei. Hierbei war es in den ersten Stunden der Pandemie erforderlich, die Finanzströme am Leben zu halten. Denn diese drohten Mitte März vergangenen Jahres auszutrocknen. **Ohne Eingreifen der Zentralbanken weltweit wäre es vermutlich zu einer erneuten Finanzkrise gekommen**. Das Ausbleiben dieser ist ebenfalls eine Grundvoraussetzung für die noch zu erwartende V-Erholung.

Die geldpolitischen Maßnahmen sorgten allerdings nicht nur für ein weiterhin bestehendes und funktionierendes globales Finanzsystem, sondern auch für niedrigere Zinsen für Staatsanleihen. Diese halfen wiederum den Staaten die außerordentlich hohen Fiskalhilfen zu gewähren. Zu den volkswirtschaftlichen Aufräumarbeiten der kommenden Jahre wird gehören, wie man mit den nun höheren Schuldenständen umgeht. **Auf globaler Ebene nahm die Schuldenquote der privaten Haushalte, der Unternehmen sowie der Staaten von 242,4 % des Bruttoinlandsprodukts auf 273,9 % zu**. Zum Vergleich: **Im Zuge der Finanzkrise stieg zwischen Ende 2007 und Mitte 2009 die globale Schuldenquote um 18,0 Prozentpunkte des Bruttoinlandsprodukts an**. Gut die Hälfte entfiel damals auf die Staaten und der Rest kam fast vollständig von den Unternehmen. Während der Corona-Krise war der Anstieg der Schuldenquote der Unternehmen vergleichbar mit der Entwicklung zur Finanzkrise, während der Zuwachs der Verschuldungsquote der Staaten fast doppelt so hoch war. Und auch die privaten Haushalte haben ihre Verschuldung relativ deutlich ausgeweitet. **Im Ergebnis sorgte die Corona-Krise dafür, dass weltweit nicht mehr die Unternehmen die Hauptschuldner sind, sondern die Staaten**.

Die **Corona-Krise** beinhaltet nicht nur einen Konjunkturschock, sondern auch einen **Preisschock**: Noch ausgeprägter als durch die Finanzkrise **sackte die globale Inflationsrate** (ohne Lebensmittel und Energie) **ab**. Was dann folgte war allerdings ebenfalls ungewöhnlich: Die Inflationsrate **erholte sich insbesondere seit Anfang dieses Jahres dann aber massiv**.

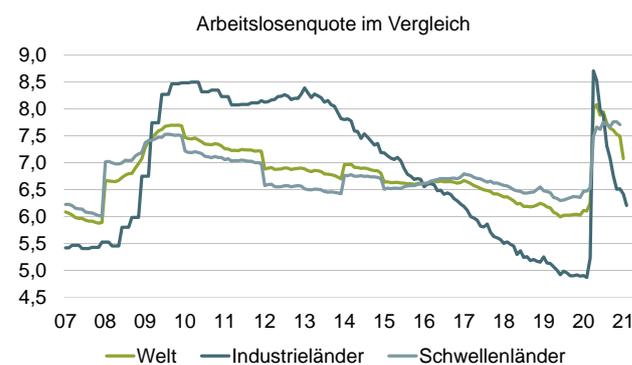
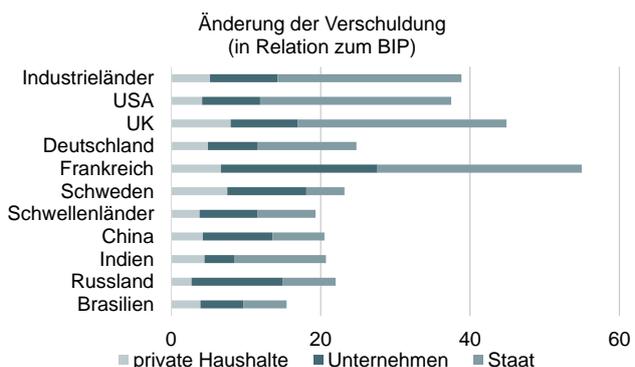
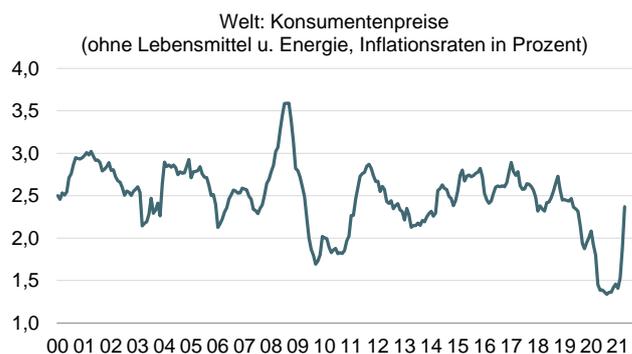
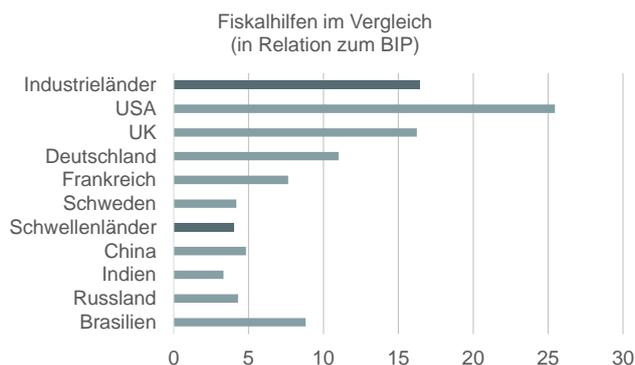
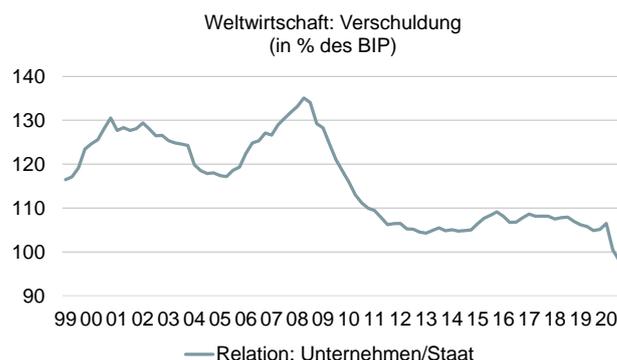
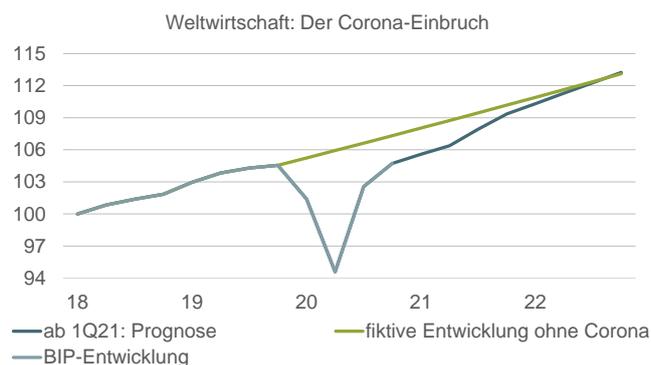
Im Laufe der Krise sorgten zunächst Gewöhnungseffekte sowie im weiteren Verlauf vorsichtige Lockerungen für einen Anstieg der wirtschaftlichen Aktivität. Hierbei zeigte sich, dass das behördliche und global relativ synchrone Schließen für manche Unternehmen einfacher war als die anschließende Wiederaufnahme des eigenen Betriebs. Spätestens im Herbst nahmen die Berichte von Lieferengpässen der Unternehmen zu. Diese **Lieferengpässe** sorgten zunächst bei **Rohstoffen**, dann bei **Vorprodukten** für Preissteigerungen. Seit Anfang dieses Jahres ist dieser **Preisdruck** auch bei den Konsumentenpreisen angekommen. Die **globale Inflationsrate stieg zwischen Januar und April dieses Jahres um ca. einen Prozentpunkt an**. Solch einen Zuwachs in einem so kurzen Zeitraum gab es seit Mitte der Neunzigerjahre nicht mehr.



Bislang gehen die meisten Zentralbanken davon aus, dass dieser **Preisdruck von vorübergehender Natur** ist. Denn offenkundig ist hierfür der aktuelle Mismatch zwischen Angebot und Nachfrage verantwortlich und nicht etwa die Höhe der Auslastungsgrade. Als Maß hierfür wird oftmals **die Arbeitslosenquote** verwendet. Zwar ist diese insbesondere in den Industrieländern bereits deutlich am Fallen. Aber die **Vorkrisenniveaus** scheinen **noch in weiter Ferne** zu liegen.

Vor der Corona-Krise waren Themen wie Handelsstreit, Protektionismus und niedriges Inflationsumfeld im volkswirtschaftlichen Fokus. Aufgrund des Regierungswechsels in den USA scheint der Systemkonflikt mit China nun mit anderen Mitteln ausgefochten zu werden und die aktuellen Inflationsentwicklungen suggerieren zumindest für den Moment, dass die Phase des niedrigen Inflationsumfelds vorbei ist. Dauerhaft höhere Inflationsraten erwarten wir allerdings nicht. **Während die Weltwirtschaft sich auf dem Weg der V-Erholung befindet, besteht aus heutiger Sicht noch Unklarheit darüber, ob auch der fiskalpolitische sowie der geldpolitische Exit erfolgreich gemeistert werden wird.**

## Volkswirtschaft während der Corona Pandemie in Grafiken:



### Kapitalmärkte in der Corona-Pandemie

Die durch die Coronapandemie ausgelösten Verwerfungen an den Kapitalmärkten können zweifelsohne als historisch bezeichnet werden. Dies gilt für die Rohstoff- und Währungsmärkte genauso wie für die Anleihe- und Aktienmärkte. Noch nie haben sich innerhalb einer so kurzen Zeitspanne die Rahmenbedingungen an den Kapitalmärkten derart schlagartig verändert und wurden so rasant in den verschiedenen Anlageklassen eingepreist. Dabei hat die Coronapandemie zu einigen Besonderheiten an den Kapitalmärkten geführt, welche bis heute die Bewegungen der Assetklassen ganz entscheidend prägen.

Blickt man auf die **Aktienmärkte**, so **unterscheidet sich** die Kursbewegung der durch die Coronapandemie herbeigeführten Krise **ganz wesentlich von den beiden großen zurückliegenden Kapitalmarktkorrekturen** seit dem Jahrtausendwechsel: Dem Platzen der Technologieblase im Jahr 2000 sowie der Finanzmarktkrise im Jahr 2008. In Folge beider Ereignisse haben die Kurse, relativ zum Hochpunkt vor dem jeweiligen Krisenereignis, vom Ausmaß her wesentlich stärker korrigiert, vor allem aber hat sich die Kurskorrektur über einen erheblich längeren Zeitraum von zwischen 70 bis zu 100 Wochen hingezogen, ehe ein neuer Tiefpunkt erreicht wurden. **In der Coronakrise haben die Aktienmärkte ihre Korrektur im Schnelldurchlauf absolviert. Mit einem Kursrückgang je nach Index von zwischen 30% und 40% relativ zum jeweilig nur kurz zuvor erreichten Jahreshöchststand war das Ausmaß zwar auch erheblich, allerdings fand der Kurssturz in lediglich 5 Wochen statt.**

Dass sich die Kurse nicht nur derart schnell wieder gefangen haben, sondern im Anschluss eine derart rasante Umkehrbewegung einleiteten, die bis an den heutigen Tag heranreicht, ist auf die **Besonderheiten der Coronapandemie** zurückzuführen.

Denn **zum einen** wurde in einem bislang ungekannten Ausmaß und einer ungekannten Geschwindigkeit **geld- und fiskalpolitisch gegengesteuert**. Wobei die geldpolitischen Rettungsmaßnahmen sofort ihre Wirkung entfalteten und verhindern, dass sich die realwirtschaftliche Krise nicht auch noch zu einer Finanzmarktkrise ausweitet, und die fiskalpolitischen Maßnahmen sorgen nicht nur für eine direkte Nachfrageunterstützung, sondern waren vor allem vertrauensbildend und beugten damit adversen Konsum- und Investitionsreaktionen vor.

**Zum anderen** wurde die **Weltwirtschaft**, die sich zum Jahresbeginn 2020 gerade in einer zaghaften Erholungsphase befand, zwar notwendigerweise aber dennoch **künstlich** in einen **Ruhezustand** versetzt. Dies hatte zur Folge, dass die Geschäftstätigkeit der Unternehmen von heute auf morgen zum Stillstand kam und die **Gewinne entsprechend schnell kollabierten**. Diese Besonderheit sorgte allerdings auch dafür, dass sich mit der Lockerung der Restriktionen die Unternehmensgewinne **ebenso rasant wieder erholen** konnten.

Gut verdeutlichen lässt sich dies am Quartalsverlauf der Unternehmensgewinne, die bereits im zweiten Quartal ihren Tiefpunkt erreichten und seitdem wieder deutlich anziehen.

Die Aktienkurse haben als ein Seismograf der Realwirtschaft diese Besonderheiten offensichtlich erstaunlich schnell und gut antizipiert. Die erste Erholungsphase der Kurse führte zwar zu einer massiven Ausweitung in den Aktienbewertungen, allerdings zeigt sich sowohl im dritten und vierten Quartal des letzten Jahres als auch im ersten Quartal dieses Jahres, dass die **Gewinndynamik massiv stärker ausfällt als von den Analysten erwartet**. Die **Fundamentaldaten folgen den Kursen** nach oben, was die zwischenzeitliche Bewertungsausweitung spürbar relativiert. **Mittlerweile notieren die Aktienmärkte nur noch zu leicht höheren Bewertungen als vor dem Ausbruch der Coronakrise** und das bei weiter klar nach oben gerichteten Gewinnrevisionen. Die Kursanstiege sind somit fundamental gut unterfüttert.

Je länger die wirtschaftliche Erholungsbewegung anhält und je breiter sich diese über die verschiedenen Wirtschaftssektoren abzeichnet, umso fraglicher ist es, **wie lange der zweite kurstreibende Faktor, die ultraexpansive Geldpolitik, noch Bestand haben kann**. Denn angesichts einer zunehmenden Verstetigung der wirtschaftlichen Aufholbewegung bedarf es keiner im Notfallmodus agierenden Geldpolitik. Im Gegenteil, **eine derart ultraexpansiv agierende Geldpolitik produziert Anreizverzerrungen und Nebenwirkungen**, die ihrerseits selber das Potenzial haben, **die Finanzmarktstabilität und damit die Realwirtschaft zu gefährden**.

**Das Ausmaß der geldpolitischen Expansion in dieser Krise ist einmalig.** Dies lässt sich nur bedingt an den Veränderungen in den Leitzinsen ablesen, auch wenn die Zinssenkung in den USA in Höhe von 200 BP in direkter Reaktion auf die Krise durchaus beachtlich ist. Es ist vor allem der **Umfang der unkonventionellen Maßnahmen der extrem ausfällt** und sicherlich zum einen in den bereits vor Ausbruch der Krise extrem niedrigen globalen Zinsen und zum anderen in der schnellen Wirkungsweise der unkonventionellen Methoden begründet ist. Schließlich hatte man mit den Instrumenten bereits ausgiebige Erfahrung in der Finanzmarktkrise sammeln können. Allerdings übertrifft der Umfang des Einsatzes in der Coronakrise das in der Finanzmarktkrise bei weitem. So wurde beispielsweise die **Bilanz der Fed in den ersten 14 Monaten der Finanzmarktkrise um 1251,3 Mrd. USD ausgeweitet**. Dies vergleicht sich mit einer Bilanzausweitung **im Zeitraum von Februar 2020 bis April 2021 in Höhe von 3622,3 Mrd. USD. In Relation zum BIP ergibt sich ein Anstieg von 8,7 % während der Finanzmarktkrise und von 15,2 % während der aktuellen Coronapandemie.**

Hinzu kommt, dass die Coronakrise dazu geführt hat, dass global deutlich mehr Notenbanken von unkonventionellen Unterstützungsmaßnahmen Gebrauch machen als dies während der Finanzmarktkrise der Fall war, so dass die geldpolitische Gesamtreaktion insgesamt wesentlich höher ausgefallen ist.

Dementsprechend haben sich die Zinsniveaus während der Krise massiv nach unten bewegt und **Risikospreads** haben sich nach einer ersten Schockreaktion und deutlichen Ausweitungen im März 2020 danach ähnlich schnell und geradlinig wieder eingengt und liegen **heute auf niedrigeren Niveaus als vor Ausbruch der Coronapandemie**. Dies ist zum einen dem direkten Effekt der aktiven Anleihekäufe der Notenbanken, zum anderen aber auch der indirekten Wirkung über die Vermeidung von Unternehmensinsolvenzen, die angesichts einer derartigen Krise wesentlich höher zu erwarten gewesen wären, geschuldet. Angesichts der wirtschaftlichen Stabilisierung sind die **Finanzierungsbedingungen für die Unternehmen mit Zugang zum Kapitalmarkt extrem vorteilhaft**. Unternehmensanleihen im Investmentgradebereich liegen in den USA bei rund 2% und im High Yield Bereich bei lediglich rund 4% Anleiherendite. Bei europäischen Unternehmensanleihen liegen die vergleichbaren Renditen bei 0,4% und 2,5%.

**Für die weitere Richtung an den Kapitalmärkten kommt es jetzt neben der Verstetigung des Aufwärtstrends der Realwirtschaft ganz wesentlich darauf an, dass den Notenbanken der geldpolitische Ausstieg aus den Notfallprogrammen gut gelingt.** Dabei kommt vor allem der Inflationsentwicklung in den kommenden Jahren eine ganz zentrale Bedeutung zu. Die Notenbanken haben sich durch die in der Coronakrise richtigerweise eingesetzten Maßnahmen in eine noch schwierigere Lage als vor der Krise hineinmanövriert. **Genauso wie nach der Finanzmarktkrise dürfte ein Teil der ursprünglich nur zur akuten Notfallbekämpfung angedachten Maßnahmen dauerhafter Natur werden und ein Ausstieg könnte sich länger als geplant hinauszögern.** In diesem Zusammenhang sollten sich Anleger die Jahre 2017 und 2018 in Erinnerung rufen, in denen erste zaghafte Normalisierungsversuche unternommen wurden, die aber bereits im Jahr 2019 schon wieder umgekehrt werden mussten. **Der geldpolitische Ausstieg dürfte heute, selbst bei einem deutlich verbesserten Wachstumsausblick und niedriger einzuschätzenden Deflationsgefahren, nicht einfacher geworden sein.**

Wir erwarten **für die Fed**, dass diese mit einem Zurückfahren der Anleihekäufe vom derzeitigen monatlichen Volumen in Höhe von 120 Mrd. USD ab dem kommenden Jahr beginnt, ein erster Zinsschritt ist erst ab Mitte 2023 zu erwarten. **Für die EZB** rechnen wir mit einem langsameren geldpolitischen Ausstieg als er derzeit an den Märkten eingepreist wird, Wertpapierkäufen des APP bis in das Jahr 2025 und einem Beginn der Leitzinserhöhungen erst 2026.

Es ist zwar mit moderat ansteigenden Renditen im laufenden Jahr und auch in 2022 und 2023 zu rechnen. Sehr weit tragen werden diese Anstiege allerdings nicht, vor allem aber dürfte der **Realzins über die gesamten 2020er Jahre deutlich im negativen Bereich** verbleiben.

## Kapitalmärkte während der Corona Pandemie in Grafiken:

DAX Index Kursverlauf in Indexpunkten und Gewinne in Indexpunkten



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen, Dekabank

DAX Kursverlauf normiert auf 100 zum Indexhochpunkt vor Ausbruch der jeweiligen Krise



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen, Dekabank



**Makro Research**

26. Mai 2021

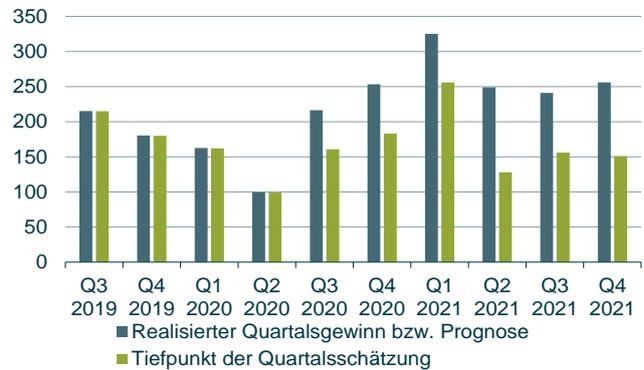
**Kapitalmärkte während der Corona Pandemie in Grafiken:**

**Kurs-Gewinn-Verhältnisse**



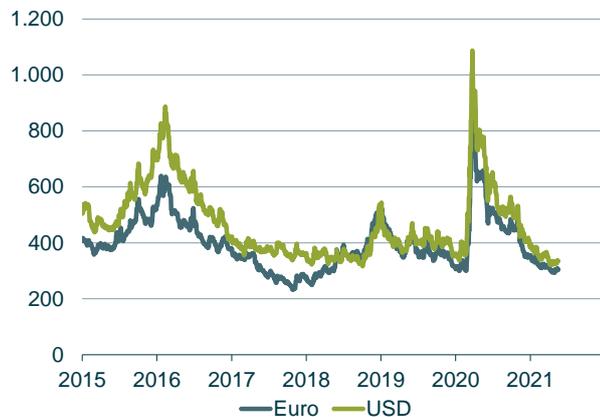
Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen, Dekabank

**DAX Quartalsgewinne in Indexpunkten**



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen, Dekabank

**Anleihemärkte: ICE BofAML Euro High Yield Bond Index und ICE BofML USD High Yield Bond Index – Entwicklung Spread\***



**Anleihemärkte: ICE BofAML Euro Corporate Bond Index und ICE BofML USD Corporate Bond Index – Entwicklung Spread\***



\* optionsbereinigter Spread über deutsche Staatsanleihen bzw. US Treasuries. Quellen: ICE, Bloomberg, DekaBank.

**Autoren:**

Rudolf Besch  
 Joachim Schallmayer  
 Jan Schmies

**Herausgeber:**

Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater:  
 DekaBank, Makro Research  
 Tel. (0 69) 71 47 - 28 49  
 E-Mail: [economics@deka.de](mailto:economics@deka.de)  
**Internet:** <https://deka.de/deka-gruppe/research>  
**Impressum:** <https://deka.de/deka-gruppe/impressum>

# Volkswirtschaft Hintergrundinformation. Coronavirus: Ein Zwischenfazit



Makro Research

26. Mai 2021

## Rechtliche Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der DekaBank nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen, einschließlich der rechtlichen Ausführungen, ist ausgeschlossen. Die enthaltenen Meinungsäußerungen geben die aktuellen Einschätzungen der DekaBank zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen. Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise. **Die frühere Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.** Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die DekaBank vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.

**Hinweis** Diese Publikation ist zur Weitergabe an Privatkunden i. S. d. WpHG weder geeignet noch bestimmt. Die Weitergabe ist daher nicht gestattet.