



HERAUSFORDERUNG UND CHANCE

CORONA UND DIE MÄRKTE

Die Corona-Pandemie hat die Wirtschaft in eine globale Rezession gestürzt. Dies führte auch zu schwerwiegenden Folgen für die Kapitalmärkte. Wie sind diese Entwicklungen historisch zu bewerten?

Gibt es Parallelen zur Finanzkrise ab 2008 oder sogar zur „Großen Depression“ Anfang der 30er Jahre? Das CIO-Office der Deka ordnet das Geschehen der vergangenen Monate ein. Vor allem wird dabei auch der Frage nachgegangen, wie die Chancen auf eine rasche und deutliche Erholung stehen.

Fazit: Für strategisch ausgerichtete Investoren mit mittel- und langfristigem Horizont eröffnen sich interessante Einstiegsmöglichkeiten. Kurzfristig muss jedoch mit hohen Schwankungen gerechnet werden.

Die globale Ausbreitung des Coronavirus hat die Weltwirtschaft in eine tiefe Rezession gestürzt. Damit endete einer der längsten konjunkturellen Aufschwünge quasi über Nacht. Mit einer Pandemie als Auslöser für das Ende dieses Aufschwungs hatte kein Marktteilnehmer zuvor ernsthaft gerechnet. Infolge des globalen „Shut Downs“ muss für das laufende Jahr mit einem Wachstumseinbruch gerechnet werden, der das Ausmaß der Finanzmarktkrise von 2008/09 noch deutlich übersteigt. Wir erwarten im Rahmen unserer Konjunkturprognosen einen Rückgang des globalen Bruttoinlandsproduktes von 2,9 Prozent. Für den Euroraum und die USA sind sogar Wachstumsraten von minus 8,5 Prozent bzw. minus 5,1 Prozent zu befürchten. Bei einer Fortsetzung beziehungsweise Rückkehr der restriktiven Maßnahmen über die Sommermonate müssten die Erwartungen aller Voraussicht nach sogar weiter nach unten angepasst werden.

Die wachsende Unsicherheit über die konjunkturelle Entwicklung hat auch an den Kapitalmärkten im Rekordtempo zu massiven Verwerfungen geführt. Innerhalb

weniger Wochen sind die Aktienkurse um durchschnittlich 40 Prozent eingebrochen, und die Volatilität ist auf neue Höchststände geklettert. Parallel dazu haben sich die Risikoprämien von Unternehmensanleihen sprunghaft ausgeweitet und die Niveaus der Eurokrise erreicht. Erst das beherzte Eingreifen von Notenbanken und Regierungen konnte den Kursverfall stoppen und für Stabilisierung sorgen. Verglichen mit den „Panikniveaus“ von Mitte März haben sich die Aktienindizes in Europa und den USA sogar um 30 Prozent erholt und die Risikoaufschläge an den Kreditmärkten wieder merklich eingeengt. Eine Entwicklung, die vielen Investoren in Anbetracht des massiven Konjunktur einbruchs zu weit geht. Oder sind die massiven Hilfgelder sowie die Aussicht auf ein langsames Hochfahren der Wirtschaft bereits Grund genug, die Korrektur für beendet anzusehen?

Kein typischer „Sell-off“

Vergleicht man die durch Corona ausgelöste Entwicklung am Aktienmarkt mit früheren Rezessionsphasen, wird ziemlich schnell klar, dass es sich um keinen typischen „Sell-off“ handelt. Weder inhaltlich

noch vom Verlaufsmuster lassen sich größere Übereinstimmungen erkennen. Kurseinbrüche jenseits der 30 Prozent ziehen sich in der Regel über mehrere Quartale, wenn nicht sogar Jahre hin und finden nicht wie zuletzt innerhalb eines Monats einen Boden. Gleiches gilt für die jüngste Erholungsbewegung. Sowohl Geschwindigkeit als auch Ausmaß des Anstiegs sind im historischen Kontext mehr als außergewöhnlich. Wenn überhaupt, lassen sich am ehesten noch Parallelen zum „Börsencrash“ von 1987 finden (siehe Abbildung 1). Damals brachen US-Aktien innerhalb von nur acht Wochen um 36 Prozent ein. Auch die Gegenbewegung gestaltete sich mit plus 20 Prozent äußerst dynamisch, bevor die Kurse in den darauffolgenden Wochen nochmal auf die Tiefstände zurückfielen. Insgesamt dauerte es damals knapp zwei Jahre, bis die Verluste im Juli 1989 wieder komplett aufgeholt waren.

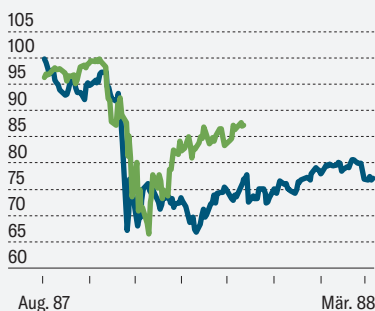
Gänzlich anders beschreiben sich die Kurseinbrüche während der globalen Finanzmarktkrise (siehe Abbildung 2) und nach dem Platzen der Technologie-Blase. Mit Erreichen der Höchststände setzten anfangs nur leichte Gewinnmitnahmen →

WERTENTWICKLUNG DES S&P 500 IM JAHR 2020 (GRÜNE KURVE) VERGlichen MIT FRÜHEREN KURSEINBRÜCHEN

ABB. 1

Börsencrash von 1987

— August 1987 – März 1988
— 02.01.2020 – 22.05.2020



Wertentwicklung in 12-Monatsperioden

31.03.1983 – 31.03.1988 in %

31.03.83 – 31.03.84: 4,1% | 31.03.84 – 31.03.85: 13,5%
31.03.85 – 31.03.86: 32,2% | 31.03.86 – 31.03.87: 22,1%
31.03.87 – 31.03.88: -11,2%

Wertentwicklung in 12-Monatsperioden 25.05.2015 – 24.05.2020 in Prozent (grüne Kurve)

25.05.15 – 24.05.16: -3,34% | 25.05.16 – 24.05.17: 14,82% | 25.05.17 – 24.05.18: 8,00% | 25.05.18 – 24.05.19: 8,07% | 25.05.19 – 24.05.20: 7,62%

Quelle: Wertentwicklung indiziert, blaue Linie (Abb. 1: 25.08.1987=100 / Abb. 2: 28.08.2008=100 / Abb. 3: 10.10.1929=100), grüne Linie (Abb. 1-3: 19.02.2020=100), Refinitiv, DekaBank. Stand: Mai 2020.
Bitte beachten Sie: Die angegebene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

ABB. 2

Globale Finanzmarktkrise

— Oktober 2007 – Oktober 2009
— 02.01.2020 – 22.05.2020



Wertentwicklung in 12-Monatsperioden

31.10.2004 – 31.10.2009 in %

31.10.04 – 31.10.05: 6,8% | 31.10.05 – 31.10.06: 14,2%
31.10.06 – 31.10.07: 12,4% | 31.10.07 – 31.10.08: -37,5%
31.10.08 – 31.10.09: 7,0%

ABB. 3

Große Depression

— September 1929 – September 1932
— 02.01.2020 – 22.05.2020



605.0	-67.0	アシックス	1804	+58	トヨ
1849	+6	ソニー			日野
2033	-41	TDK	7640	-170	三菱
184.0	-4.0	アルパック	1034	-32	7イシ
1886	+2	横河電	1141	-22	マツ
06	-6	アドバンテ	3935	-5	ホン
12095	+420	キーエンス	29590	-345	スズ
591	-11	デンソー	3152	-53	SUB
173	-4	カシオ	1362	+9	ヤマハ

Asien war als erstes vom Coronavirus betroffen.

ein, und die Kursverluste hielten sich lange Zeit noch in Grenzen. Die eigentliche Verkaufspanik folgte erst ein knappes Jahr später, nachdem die Aktien bereits 20 Prozent gefallen waren. Dabei zog sich die Korrektur insgesamt bis zu 2,5 Jahre hin und fand erst nach Kursverlusten von mehr als 50 Prozent einen finalen Boden. Kurzzeitige Erholungen von bis zu 20 Prozent signalisierten dabei weder 2008/09 noch 2001/02 das Ende der Aktienbaisse. Vielmehr wurden die Tiefstände im weiteren Verlauf noch deutlich unterschritten. Hieraus jedoch abzuleiten, dass der DAX in den kommenden Monaten nochmal unter das Niveau von Mitte März bei 8.400 Punkten fallen wird, scheint aufgrund der sonst nur geringen Parallelen keine überzeugende Herleitung.

Das aus konjunktureller Sicht größte Risiko stellt zweifelsohne eine mehrjährige Depression dar, wie sie die Weltbevölkerung in den 1930er Jahren durchleben musste. Innerhalb von fünf Jahren halbierte sich damals die Wirtschaftsleistung der USA in einem stark deflationären Umfeld. Bereits Ende 1929 brachen die Aktienmärkte in nur knapp drei Monaten um 45 Prozent ein, bevor sie sich – wie heute auch – um 30 Prozent erholen konnten (siehe Abbildung 3). Der eigentliche „Melt-Down“ folgte erst ab Mitte 1930

und lies die Kurse insgesamt um mehr als 80 Prozent fallen. Bedingt durch den Zweiten Weltkrieg dauerte es insgesamt 25 Jahre, bis die Verluste am Aktienmarkt 1954 wieder komplett aufgeholt waren. Ein Szenario, das auf der Zeitachse nicht nur äußerst weit zurückliegt, sondern auch von den Rahmenbedingungen schwer mit der aktuellen Situation vergleichbar scheint. Sollte der Wirtschaftsprozess aufgrund neuer Infektionswellen und dem Fehlen eines Impfstoffs jedoch über mehrere Jahre gestört bleiben, müsste auch in naher Zukunft mit einer massiven Pleitewelle und globaler Massenarbeitslosigkeit gerechnet werden. Eine Entwicklung, die wir aus heutiger Sicht jedoch für äußerst unwahrscheinlich erachten.

Kaufgelegenheiten für strategische Investoren

In Anbetracht der dynamischen Kurserholung an den Märkten scheint die Mehrzahl der Investoren derzeit offensichtlich bereit, durch den konjunkturellen Einbruch hindurchzusehen. Dabei könnte die Dauer der Rezession einen wesentlichen Unterschied zu vergangenen Krisen darstellen. Zwar dürfte der diesjährige Wachstumseinbruch das Ausmaß der Globalen Finanzmarktkrise noch deutlich übersteigen, gleichzeitig ist aber auch mit

einer spürbar schnelleren Erholung zu rechnen. Neben den massiven geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen wird das sukzessive Wiederanlaufen der Wirtschaft hierbei die entscheidende Rolle spielen. Das sind wesentliche Einflussfaktoren für die Entwicklung der Unternehmensgewinne und der Frage nach der fairen Bewertung. Infolge stark negativer Revisionen liegt das erwartete Gewinnwachstum für dieses Jahr mittlerweile bei durchschnittlich minus 25 Prozent. Der historisch größte Einbruch nach dem zweiten Weltkrieg war 2008/09 mit minus 40 Prozent zu beobachten. Sollten sich die pessimistischen Konjunkturprognosen bewahrheiten, muss mit weiter deutlich negativen Anpassungen gerechnet werden. Dies droht nicht nur die Stimmung der Anleger zu belasten, sondern hinterlässt auch tiefe Spuren in der Bewertung. Während sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis europäischer Aktien (basierend auf den Gewinnerwartungen für 2020) mit aktuell 16 in der Nähe des historischen Durchschnitts befindet, haben US-Aktien mit einem Wert von 21 sogar bereits wieder die Höchststände vom Jahresanfang überschritten. Die Gefahr für temporäre Rückschläge ist damit kurzfristig deutlich gestiegen. Diese sollten jedoch als Kaufgelegenheit verstanden werden. Gerade strategischen Investoren, die über einen mittel- bis langfristigen Anlagehorizont verfügen, verspricht der Blick auf das kommende Jahr wieder außergewöhnlich hohe Wachstumsraten.

Neben einem Investment auf der Aktienseite bieten sich aber auch bei Anleihen wieder attraktive Einstiegschancen. EZB und US-Notenbank haben zur Bekämpfung der Krise massive Kaufprogramme verabschiedet und auf das Segment der Unternehmensanleihen ausgeweitet. Hiervon sollten insbesondere Emittenten mit besseren Bonitäten profitieren. Dies zeigt sich auch bereits in der jüngsten Stabilisierung der Risikoprämien. Nach einer Spreadausweitung im Bereich Investment Grade von 150 Basispunkten bis Mitte März konnten sich diese zuletzt wieder spürbar einengen. Dennoch befinden sich die Renditeaufschläge auf dem Niveau von 2012 und dem damit höchsten der vergangenen sieben Jahre. ☺