VERTRAU(D)LICH

2. April 2020

Märkte und Trends 2020 – Update

AUTOR
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin/
Leitung Research
Telefon: 0 69/91 32-20 24
research@helaba.de

REDAKTION
Dr. Stefan Mitropoulos

HERAUSGEBER
Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

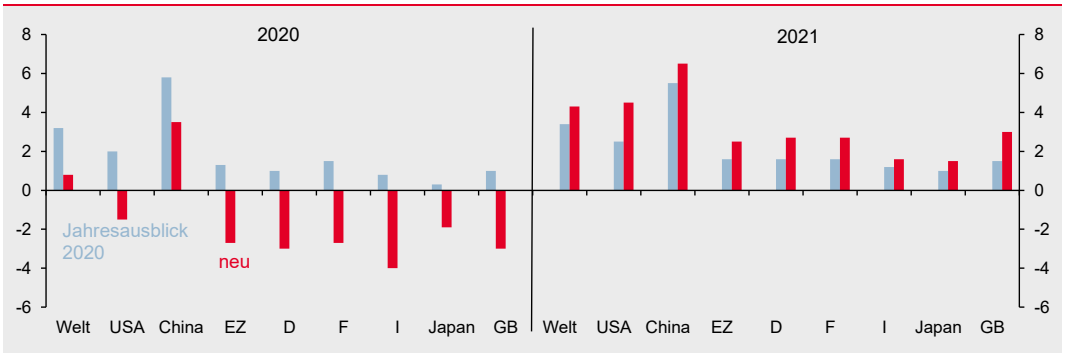
Die Coronavirus-Pandemie hat die Welt schlagartig verändert. Unsere Prognosen mussten in den letzten Wochen mehrmals revidiert werden. An die Stelle unseres bisherigen Hauptszenarios „Melodram“ von November letzten Jahres ist ein neues getreten, das in der Theatersprache nur als „Drama“ bezeichnet werden kann. Hier geraten Deutschland und viele andere Länder im ersten Halbjahr 2020 in eine tiefe Rezession, bevor nach Eindämmung der Pandemie eine kräftige Erholung einsetzt. In Abhängigkeit vom zeitlichen Verlauf der Erkrankungswelle und der Dauer der restriktiven Maßnahmen haben wir auch unsere alternativen Szenarien gestaltet. Die Eintrittswahrscheinlichkeit für das neue Hauptszenario liegt bei 60 %, die für das Negativszenario sehen wir bei 30 % und für eine günstigere Entwicklung bei 10 %.

Hauptszenario (Eintrittswahrscheinlichkeit: 60 %)

Der Schock der Pandemie traf die Weltwirtschaft genau in dem Moment, als mit dem Abklingen des Handelsstreits eine tendenzielle Erholung zu beobachten war. Die Konjunkturprognosen vom vergangenen Herbst sind heute obsolet. Statt auf einen baldigen Aufschwung zu hoffen, muss nun erst mal gerätselt werden, wie tief und lange die Talfahrt ausfällt. Dies hängt naturgemäß in erster Linie vom Verlauf der Pandemie ab und – damit eng verknüpft – mit der Frage, wie schnell die staatlichen Restriktionen für die wirtschaftliche Aktivität zurückgenommen werden können. Orientiert man sich grob am Verlauf in China, wäre der Tiefpunkt in den USA und in Europa im zweiten Quartal zu erwarten. Selbst wenn eine weitgehende Normalisierung Wochen oder Monate dauert, müsste bereits im dritten Quartal eine spürbare Besserung nach dem abrupten Einbruch erkennbar sein. Die Dynamik der Erholung ist aber auch abhängig von der Wirksamkeit der umfangreichen Maßnahmen der Notenbanken und Regierungen, die sich angesichts der Einzigartigkeit der aktuellen Lage nur schwer absehen lässt. Vor dem Hintergrund der enormen Unsicherheit ist ein „Fahren auf Sicht“ in den Prognosen derzeit das Gebot der Stunde.

Massive Abwärtsrevision der Wachstumsprognosen für 2020, Erholung 2021

Helaba Prognosen, reales Bruttoinlandsprodukt, Veränderung in %



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Wirtschaft in den drei großen Weltregionen bewegt sich dabei ähnlich – aber zeitlich verschoben. **China** ist schon weiter als anderswo – erste Konjunkturindikatoren deuten auf ein Durchschreiten des Tiefpunktes im ersten Quartal hin. Die Kontraktion in den Industrieländern wird aber auch in China die Dynamik in den kommenden Monaten deckeln. Im Gesamtjahr 2020 verzeichnet das Land mit 3,5 % voraussichtlich das niedrigste Wachstum in den letzten Jahrzehnten.

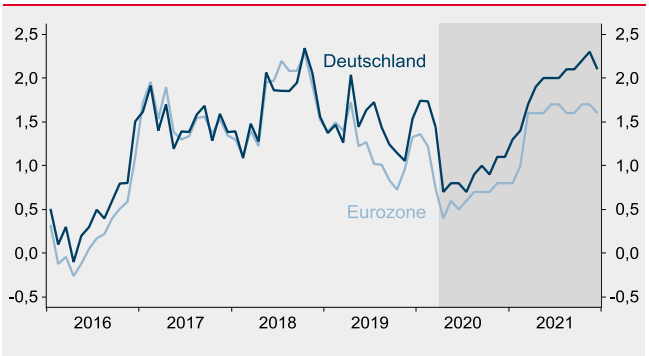
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Im **Euroraum** ist bereits im ersten Quartal mit einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts zu rechnen, im zweiten Quartal folgt dann ein Einbruch. Die nochmals expansivere Geld- und vor allem die Fiskalpolitik sollten dann im zweiten Halbjahr einen V-förmigen Aufschwung begünstigen. In vielen Bereichen dürfte der Nachholbedarf enorm sein. Der außergewöhnlich niedrige Ölpreis stimuliert zusätzlich. Unter der Annahme, dass es ab Mai zu einer allmählichen Normalisierung der wirtschaftlichen Aktivität kommt, dürfte das BIP in Deutschland im Gesamtjahr um 3 % sinken. In der gesamten Eurozone dürfte der Rückgang ähnlich stark ausfallen.

Zeitlich etwas hinten dran im Verlauf der Pandemie ist die **USA**. Hier sollte die Schwäche noch stärker als bei uns im zweiten Quartal konzentriert sein. Das reale BIP wird wohl so stark einbrechen wie nie zuvor seit der Berechnung eines vierteljährlichen Output vor mehr als 70 Jahren. Auch hier machen die enormen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen jedoch Hoffnung auf einen V-förmigen Verlauf. Die Kontraktion sollte deshalb auch schneller vorbei sein als „gewöhnliche“ Rezessionen. In der Finanzkrise hatte es sechs Quartale gedauert, bis die US-Konjunktur ihren Boden fand. Der relative solide Start ins Jahr 2020 und die erwartete zügige Aufwärtsbewegung im zweiten Halbjahr begrenzen den Rückgang des realen BIP in den USA auf 1,5 %.

Deutlicher Rückgang der Inflation

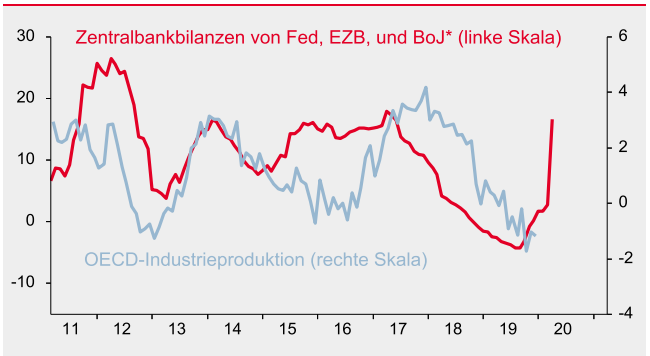
Verbraucherpreise, % gg. Vj.



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Notenbanken setzen auf neue Kaufprogramme

% gg. Vj. % gg. Vj.



*BIP-gewichtete aggregierte Veränderungsrate
Quellen: Datastream,Helaba Volkswirtschaft/Research

Zurückhaltende Tarifpolitik dämpft Teuerung

Der Einbruch des Ölpreises hat die **Teuerungsraten** bereits gedrückt. Aktuell müssen für ein Barrel Brent-Öl weniger als 20 US-Dollar bezahlt werden, zu Anfang des Jahres waren hierfür noch 66 US-Dollar fällig. Eine zögerliche Erholung steht nun an. Ende 2020 dürfte Öl mit dann 48 US-Dollar immer noch günstiger zu haben sein. Die Delle bei der Teuerung wird sich daher zwar als temporär erweisen. Der Inflationsanstieg bleibt aber 2020 verhalten, obwohl sich die Konjunktur im zweiten Halbjahr erholt und die Kosten für frische Lebensmittel aufgrund fehlender Erntehelfer und Problemen in der Logistik tendenziell steigen. Ein Grund für niedrige Konsumentenpreissteigerungen sind die voraussichtlich sehr zurückhaltenden Tarifabschlüsse.

Notenbanken geben alles

Die Notenbanken stemmen sich weltweit mit quasi unbegrenzten geldpolitischen Hilfen gegen die ökonomischen Folgen der Pandemie. Hierbei ist diesmal nicht das primäre Ziel, die private Nachfrage zu stimulieren, sondern zunächst einmal die ökonomische „Zwangspause“ ohne massive dauerhafte Schäden zu überbrücken. Das Maßnahmenpaket der **EZB** wird wahrscheinlich noch durch eine Zinssenkung ergänzt. Die **Fed** hat ihren Leitzins quasi wieder auf null gesenkt und versorgt die Wirtschaft über zahlreiche Kanäle – indirekt über das Finanzsystem, aber inzwischen auch direkt – mit Liquidität und Krediten. Insgesamt gelingt es, die Geschäftsbanken und Unternehmen durch die schwierige Phase zu führen. Die Stabilität des Bankensystems und der Finanzmärkte bleibt gewährleistet. Kritische Niveaus der Risikoaufschläge bei Staats- und Unternehmensanleihen werden verhindert. Ein Ende des Krisenmodus für die Notenbanken ist derzeit noch nicht absehbar.

Geringerer Spielraum für höhere Renditen

Im Jahresverlauf ist mit einer Seitwärtsbewegung der Kapitalmarktzinsen zu rechnen. Die Ankaufprogramme der Notenbanken bieten ein Gegengewicht zu den – aufgrund der sprunghaft steigenden Staatsverschuldung – erhöhten Risikoaufschlägen bei Staatsanleihen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte am Jahresende bei -0,4 % liegen, 10-jährige US-Treasuries bei 1,25 %. Gegen deutlich tiefere Renditeniveaus sprechen insbesondere die Konjunkturverbesserung im zweiten Halbjahr und sich normalisierende Inflationserwartungen.

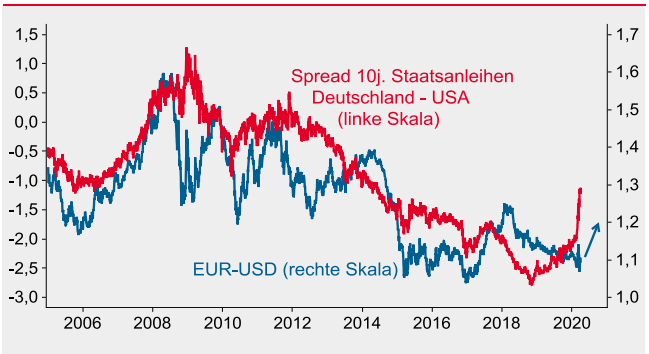
Die wirtschaftlichen Folgen der Corona-Krise dürften die Finanzprofile vieler **Corporates** unter Druck setzen. Wir rechnen trotz staatlicher Stützungsmaßnahmen mit steigenden Ausfallquoten. Eine Rückkehr der Corporate Spreads auf das Vorkrisenniveau erscheint vorerst unwahrscheinlich. Für **Banken** besteht vor allem die Gefahr knapper Liquidität und sinkender Eigenkapitalquoten, nicht zuletzt aufgrund stark steigender Kreditausfälle. Die Stützungsmaßnahmen sollten zwar Wirkung zeigen, solange der Verlauf der Corona-Epidemie aber unsicher bleibt, ist nicht mit einer Entspannung für die Spreads zu rechnen.

Covered Bonds werden im Krisenumfeld ihrem Ruf als recht widerstandsfähiges Segment gerecht. Zwar ist mit leichten Bonitätsverschlechterungen der hohen Ratings als Folge aus Ratingherabstufungen von Staaten und Banken zu rechnen – insbesondere in Italien und Spanien. Gleichwohl dürfte sich die überwiegende Mehrheit der Papiere als robust erweisen. Die gewaltigen Ankäufe der EZB sollten die Ausweitung der Risikoaufschläge abbremsen.

Im Umfeld nervöser Finanzmärkte ist der **US-Dollar** als sicherer Anlagehafen gefragt. Mit einer Normalisierung dürfte der Greenback jedoch eher nachgeben. Der geschrumpfte US-Renditevorteil und das deutlich höhere „Zwillingsdefizit“ könnten die US-Währung mittelfristig belasten, zumal sie gegenüber dem Euro klar überbewertet ist. Der Euro-Dollar-Kurs dürfte bis Jahresende in Richtung 1,20 steigen.

Geschrumpfter US-Renditevorteil mahnt zur Vorsicht

%-Punkte USD



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

DAX: Mittelfristig überwiegen Chancen

Indexpunkte

* Bänder: Fairer Wert aus Gewinn, Dividende, Cashflow und Buchwert

Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Aktien attraktiv

Im Zuge der Corona-Krise sind **Aktien** tief in unser ursprüngliches Negativszenario gerutscht. Innerhalb von nur vier Wochen brach der DAX um fast 40 % ein. In früheren Bärenmärkten brauchte er dafür im Durchschnitt 18 Monate. Durch die massiven Kursabschläge haben Dividendentitel sehr viel Negatives vorweggenommen. Gemessen an den gängigsten Bewertungskennziffern sind sie inzwischen billig. Zwar werden mit zunehmender Dauer der Maßnahmen zur Eindämmung der Pandemie auch die Erwartungen für die Unternehmensgewinne nach unten korrigiert. Angesichts massiver Unterstützung durch Geld- und Fiskalpolitik dürften sich im zweiten Halbjahr die Ertragsperspektiven der Unternehmen spürbar verbessern. Gegen Jahresende 2020 dürfte sich der DAX an die 12.000er Marke herantasten. Gerade für mittel- bis längerfristig orientierte Anleger ist es empfehlenswert, in der gegenwärtigen Unsicherheitsphase antizyklisch Aktienpositionen aufzubauen. Diversifikation ist allerdings mehr denn je Pflicht!

Krise wird auch am Immobilienmarkt zu spüren sein

Immobilienmärkte sind stets eng mit der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung verbunden. Seit Mitte der 70er Jahre wurde jeder Aufschwung am Immobilienmarkt in Deutschland von einer Rezession beendet. Trotz der Unterstützung durch weiterhin extrem niedrige Zinsen wird das auch diesmal der Fall sein. Rückläufige Mieten und sinkende Immobilienwerte sind die Folge. Dabei werden die einzelnen Marktsegmente unterschiedlich stark betroffen sein. Während in der aktuellen Krise vor allem Einzelhandelsimmobilen und Hotels unter Druck kommen, wird sich der Wohnungsmarkt angesichts des nach wie vor hohen Bedarfs relativ stabil entwickeln. Am Investmentmarkt werden die Transaktionsvolumina vorübergehend kräftig zurückgehen und die Anleger sich stärker auf Core-Immobilien fokussieren.

Gold: Krisengewinner trotz Preisschwankungen

Die Pandemie hat an den Finanzmärkten vieles auf den Kopf gestellt. Das gilt ebenso für **Gold**. Obwohl das Edelmetall als sicherer Anlagehafen gefragt ist, kam es zu heftigen Tagesschwankungen: Binnen weniger Tage brach der Preis von 1.675 US-Dollar/Unze auf 1.472 ein, um dann wieder auf knapp 1.600 zu springen. Während die Nachfrage nach physischem Gold stetig zunimmt, machen sich auf der Angebotsseite allmählich Produktionsausfälle bemerkbar. Insgesamt sollte sich Gold in diesem Jahr unter hohen Schwankungen auf 1.700 US-Dollar/Unze verteuern. Auf längere Frist wird sich das Edelmetall wohl als „Krisengewinnler“ erweisen, da die wirtschaftliche Bekämpfung der Pandemie einen Schuldenberg und Nullzinsen hinterlassen wird.

Negatives Alternativszenario (Eintrittswahrscheinlichkeit: 30 %)

In unserem neuen negativen Alternativszenario dauert die Eindämmung des Virus länger. Angesichts der im Vergleich zu China weniger rigorosen Vorgehensweise der Behörden in vielen anderen Ländern könnte sich diese Blaupause als zu optimistisch erweisen. So kann das Wiederanlaufen der Produktion schleppender ablaufen als unterstellt – hier fehlt einfach jede vergleichbare Erfahrung. Solche Verzögerungen führen zu deutlich größeren wirtschaftlichen Schäden, die von den Regierungen und Notenbanken nicht mehr ausreichend kompensiert werden können. Negative Zweitrundeneffekte dämpfen den Aufschwung im zweiten Halbjahr. Schieflagen im Bankensystem befeuern Ängste über eine neue Finanzkrise. Angesichts der schleppenden Erholung wird die Frage der Tragfähigkeit der öffentlichen Schulden akut. Ein noch niedrigerer Ölpreis und die länger andauernde konjunkturelle Schwäche drücken die Inflation zusätzlich. Die Anleger suchen Zuflucht in sicheren Anlageklassen. Gold und US-Dollar werden in Zeiten hoher Unsicherheit ihrem Ruf als Krisenwährungen gerecht. Der Euro-Dollar-Kurs sinkt deutlich auf 0,95. Der DAX fällt unter 7.000 Punkte. Treasuries und Bundesanleihen werden ebenfalls als sichere Anlagehäfen gesucht. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen sinkt auf -1 %.

Positives Alternativszenario (Eintrittswahrscheinlichkeit: 10 %)

Im positiven Alternativszenario entlädt sich nach einer zeitnahen Rücknahme der Covid-19-Restriktionen die aufgestaute Nachfrage. Bleibende Schäden für die Wirtschaft können minimiert werden. Die umfangreichen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen erweisen sich als äußerst wirksam und schieben die kräftige Erholung im zweiten Halbjahr zusätzlich an. Wegen ihres Ausmaßes lassen sich viele der Impulse kurzfristig nicht „einsammeln“ und wirken bis ins nächste Jahr hinein prozyklisch. Durch einen Rückprall beim Ölpreis zieht die Inflation schnell und kräftig an. Die US-Notenbank stoppt manche ihrer Maßnahmen und reduziert andere. Erst im Verlauf von 2021 beginnt sie mit der Normalisierung der Leitzinsen. Die EZB fährt ihre Ankaufprogramme zurück. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen steuert auf Jahressicht in Richtung 1 %. Der Euro-Dollar-Kurs steigt auf 1,30 und der DAX erreicht die 14.000er Marke. ■