

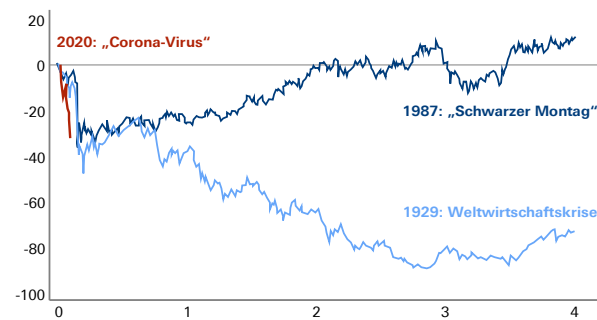
# markt:aktuell

17. März 2020

## Coronavirus: Zwei Szenarien für die Weltwirtschaft

Die Lage der Weltwirtschaft und an den Finanzmärkten hat sich in den vergangenen Wochen rapide verschlechtert. Die Sorge vor einer neuen Weltwirtschaftskrise ist vor diesem Hintergrund merklich gewachsen. Dabei haben sich zwei mögliche Szenarien für die Weltwirtschaft und die Aktienmärkte herausgebildet:

### Entwicklung Dow-Jones-Index in % und Jahren



Quelle: wellenreiter-invest.de

Das Negativszenario wäre vergleichbar mit den Entwicklungen der Großen Depression in den 1930er-Jahren. Die Gesundheitskrise würde in diesem Szenario zu einer Finanzmarktkrise führen, da die Regierungen eine größere Konkurswelle bei Unternehmen und privaten Haushalten nicht mehr aufhalten könnten. Daraus würde sehr wahrscheinlich in einem nächsten Schritt auch noch eine Staatsschuldenkrise folgen. Insbesondere in der Eurozone ist die Sorge vor einer Rückkehr der Staatsschuldenkrise groß, da Länder wie Italien einen massiven Einbruch des BIP im ersten Quartal erleiden dürften und gleichzeitig die Staatsausgaben merklich erhöhen müssten.

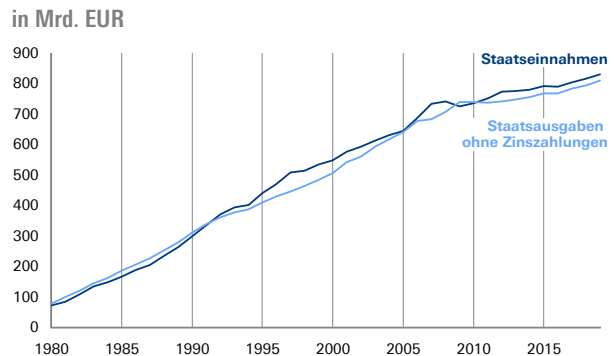
In unserem Positivszenario gehen wir davon aus, dass die Zahl der Infizierten ab Mitte April im Trend sinkt und die Wirtschaftspolitik bis dahin eine Konkurswelle verhindern konnte. Ab Mai dürften dann die Quarantänevorschriften wieder gelockert werden, und die Weltwirtschaft hätte gute Chancen auf eine merkliche Erholung.

### Eine Rückkehr der Staatsschuldenkrise in der Eurozone muss verhindert werden

Eine Währungsunion mit einheitlicher Geldpolitik und einer unabhängigen Fiskalpolitik auf nationaler Ebene steht immer in dem Spannungsfeld, dass ein Land mit

exzessiv hohen Staatsausgaben auf Kosten der anderen Mitgliedsländer die Währungsunion sprengen kann. Griechenland war das beste Beispiel dafür. Daher war es auch richtig, Griechenland vor die Entscheidung zu stellen, entweder zu sparen oder aus dem Euro auszutreten. Italien hat sich dagegen seit Beginn der Europäischen Währungsunion als faires Mitgliedsland gezeigt. Schon seit Mitte der 1990er-Jahre sind die Staatseinnahmen höher als die Staatsausgaben ohne Zinszahlungen.

### Italien: Hohe Staatsverschuldung bis Ende der 1980er-Jahre – verantwortungsvolle Politik seit Mitte der 1990er-Jahre



Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand 31.12.2019

Normalerweise wären in diesem Umfeld die Staatsschulden tendenziell gefallen, aber das schwache nominale Wachstum der italienischen Wirtschaft reichte nicht aus, um die Zinszahlungen zu decken. Die Zinszahlungen sind eine Folge der in der Vergangenheit aufgetürmten Schulden, der Geldpolitik der EZB sowie der Risikoeinschätzung der Finanzmarktakteure – und entziehen sich damit dem Einfluss der italienischen Regierung. Da Italien nicht als ein Land mit exzessiv hohen Staatsausgaben gelten kann, spricht alles dafür, dass es in der aktuellen Krise jedwede Unterstützung auf EU-Ebene und von der EZB erhalten wird.

Die derzeitige Krise zwingt Europa somit zu weitreichenden politischen Entscheidungen, die entweder das Überleben der EU und der Europäischen Währungsunion sichern und ein gestärktes Europa zur Folge haben werden – oder dessen Zusammenbruch.

In den nächsten Wochen wird daher die Frage nach der Vergemeinschaftung der Schulden wieder zwangsläufig

auf die Tagesordnung kommen. Aus allen bisher vorgelegten Vorschlägen halte ich in meiner persönlichen Einschätzung folgende Punkte für am meisten überzeugend:

- Die nationale Staatsverschuldung aller Mitgliedsländer der Eurozone wird auf 50 % des BIP gesetzt.
- Alle Schulden darüber hinaus werden in ein Vehikel eingebracht, dass Eurobonds emittiert, die von allen Ländern gemeinsam vollständig garantiert sind.
- Banken dürfen nur noch in Eurobonds investieren und darüber hinaus keine Staatsanleihen mehr halten.
- Die verbleibenden nationalen Staatsschulden können somit jederzeit mithilfe der Collective Action Clauses geordnet restrukturiert werden, ohne das Bankensystem zu beschädigen.

Im Endeffekt würde damit jeder Staat mit einer niedrigen Staatsverschuldung neu beginnen können, und das Vertrauen in die Stabilität der Währungsunion wäre wiederhergestellt.

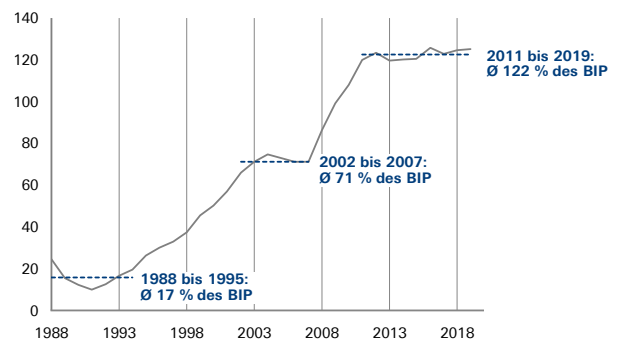
Europa steht somit wahrscheinlich vor der größten Herausforderung seit dem Zweiten Weltkrieg.

### Eine große Pleitewelle von Unternehmen und privaten Haushalte lässt sich verhindern

Die Regierungen in Europa und den USA haben erkannt, dass mithilfe der Fiskalpolitik eine größere Pleitewelle bei Unternehmen und privaten Haushalten unter allen Umständen verhindert werden muss. Nur ein schwerer Politikfehler könnte demnach im aktuellen Umfeld das Negativszenario zur Folge haben. Nun stellt sich jedoch die Frage, ob den Regierungen überhaupt ausreichende Finanzmittel zur Verfügung stehen und nicht eine weltweite Staatsschuldenkrise droht. Hierbei sind sicherlich die Erfahrungen Japans hilfreich. So stieg in Japan die Staatsverschuldung (Staatsverschuldung abzüglich des staatlichen Finanzvermögens), als die Regierung große Krisen bekämpfen musste.

### Beispiel Japan: Bei Nullzinsen ist nur noch die Fiskalpolitik wirksam

in Mrd. EUR

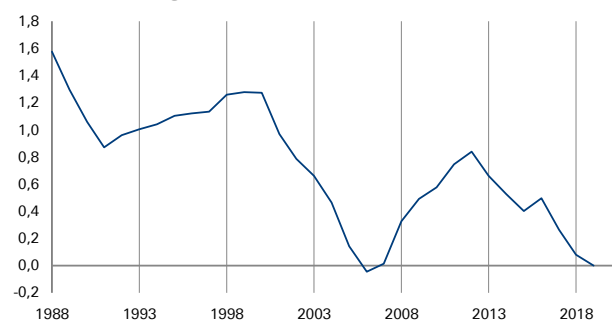


Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand: 31.12.2019

Trotz der hohen Staatsverschuldung kam es bisher zu keiner Staatsschuldenkrise in Japan, da die Zinslast den japanischen Staat nicht übermäßig belastete. Eine Abwärtsspirale wäre es gewesen, wenn Japan einen immer größeren Anteil seines Budgets für Zinszahlungen hätte verwenden müssen und somit einen immer größeren Teil der Zinszahlungen nur noch kreditfinanziert hätte leisten können. Darüber hinaus sorgten die Staatsanleihekäufe der japanischen Zentralbank für eine ausreichende Nachfrage an Staatsanleihen. Die großzügige direkte und indirekte Staatsfinanzierung war jedoch nur aufgrund der niedrigen Inflation möglich.

### Beispiel Japan: Keine Schuldenkrise aufgrund niedriger Zinslast

Netto-Zinszahlungen in % des BIP



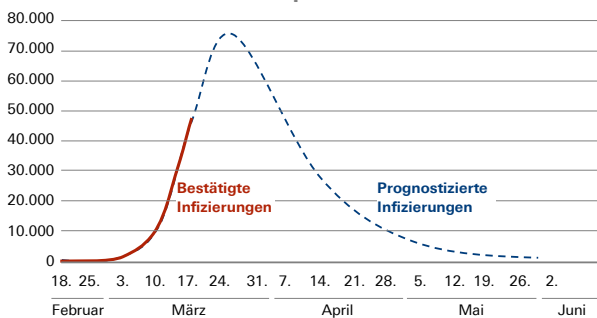
Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler; Stand 31.12.2019

Die Staaten sollten somit in der Lage sein, in einem ersten Schritt eine größere Konkurswelle zu verhindern und in einem zweiten Schritt Konjunkturpakete aufzulegen, wenn die Ansteckungszahlen wieder sinken.

## Dauer der Epidemie

Natürlich kann derzeit niemand seriös abschätzen, wann die Ansteckungszahlen wieder sinken. Es gibt jedoch Modelle, mit deren Hilfe sich Szenarien schätzen lassen. Dabei müssen Annahmen getroffen werden, wie viele Infizierte jeden Tag gesunden und wie viele Infizierte jeden Tag Kontakt zu noch nicht Infizierten haben. Ein Übertragen der Daten von Asien auf Europa zeigt laut JP Morgan folgendes Bild:

## Modellschätzung JP Morgan für Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien und Spanien



Quelle: JP Morgan; Stand 16.3.2020

In Europa könnte schon Ende März der Hochpunkt der Zahl der Infizierten bei knapp 80.000 Personen erreicht sein. Laut der Analyse von JP Morgan ist es möglich, dass der Hochpunkt in Italien sogar schon in den nächsten sieben Tagen überschritten wird. Diese Modellschätzung ist allerdings mit einer großen Unsicherheit behaftet und erweist sich eventuell als falsch. Immerhin können die Schätzungen als eine Benchmark dienen, die zeigen, ob Europa eine vergleichbare Entwicklung nimmt wie – überraschend positiv – Asien.

Darüber hinaus besteht die Herausforderung für die Regierungen, nach dem Überschreiten des Hochpunkts einen guten Mittelweg zu finden, um die Quarantänevorschriften so zu lockern, dass nicht die Zahl der Infizierten wieder steigt, sondern der Abwärtstrend intakt bleibt. Die aktuellen Erfahrungen aus Asien geben dabei Anlass zur Hoffnung. So zeigen die Wirtschaftsdaten aus China im März eine überraschend schnelle Normalisierung bei gleichzeitig sehr niedrigen Ansteckungsraten. Die chinesische Regierung überwacht dabei die Entwicklungen intensiv, fand anscheinend bisher einen guten Mix aus Maßnahmen, und die Bevölkerung ist nach wie vor sehr vorsichtig.

## Ausblick auf die Finanzmärkte

Sollte tatsächlich die Zahl der Infizierten ab Anfang April in Europa und etwas später in den USA sinken und die Staaten entsprechend mit einer expansiven Fiskalpolitik reagiert haben, wäre mit einer kräftigen Erholung der Aktienmärkte in den kommenden Monaten zu rechnen. Dabei ist es natürlich unmöglich, den Zeitpunkt des Tiefpunkts zu bestimmen. Darüber hinaus dürften die staatlichen Maßnahmen zur Vermeidung von Kreditausfällen Unternehmensanleihen zugute kommen, die zudem in der Eurozone noch von den verstärkten Käufen der EZB profitieren dürften. Auch haben die Spreads attraktive Niveaus erreicht.

Sollte die Überwindung der Krise länger dauern, da die Zahl der Infizierten nicht sinkt oder nach einem kurzen Rückgang wieder steigt, wäre eine längere Durststrecke bis nächstes Jahr an den Aktienmärkten die Folge.

Im Fall einer Konkurswelle oder Staatsschuldenkrise würde eine längere Talfahrt an den Aktienmärkten drohen.

Die Zentralbanken dürften im aktuellen Umfeld eine Stabilisierung der Renditen von Staatsanleihen anstreben und die Leitzinsen auf absehbare Zeit auf Null verankern. Eine Geldpolitik der „Yield Curve Control“ wird damit immer wahrscheinlicher. Trotz der hohen Volatilität bleiben Aktien damit eine unverzichtbare Anlageklasse. Aktien mit solidem Cashflow und stabilen Dividenden sowie von Unternehmen mit einem attraktiven Geschäftsmodell flankiert von hohen Wachstumsraten dürften dabei zu den Profiteuren gehören. Aufgrund der perspektivisch sinkenden (negativen) Korrelation mit Staatsanleihen wird ein gutes Risikomanagement immer wichtiger.

Edgar Walk  
Chefvolkswirt Metzler Asset Management

## Zusammenfassung Kernthesen s. nächste Seite

## Kernaussagen zu Finanzmärkten

- Die Aktienmärkte haben ihren Tiefpunkt wahrscheinlich noch nicht erreicht; erst im April oder Mai dürfte die Krise überwunden sein
- Basis für die Aktienmarkterholung dürfte eine expansive Fiskalpolitik in Kombination mit nachlassenden Ansteckungsraten sein
- Die Bewertung ist aktuell wieder sehr attraktiv
- Etwas besorgniserregend sind die steigenden Renditen der vergangenen Tage. QE-Programme der Zentralbanken dürften jedoch für anhaltend niedrige Renditen sorgen
- Die Krise ist wahrscheinlich ein überwiegend deflationärer Schock, sodass die Notenbanken ohne Rücksicht auf etwaige Inflationsrisiken Liquidität in die Finanzmärkte pumpen können
- Nach der Krise werden die Risiken eines stärkeren Renditeanstiegs bei Staatsanleihen hoch sein – „Yield Curve Control“ als mögliche Reaktion der Zentralbanken ist wahrscheinlich

## Kernaussagen zur Volkswirtschaft

- Wachstumsprognosen sind derzeit unmöglich
- Basisszenario: Schwere Rezession bis April/Mai, anschließend kräftige Konjunkturerholung
- In den kommenden Wochen ist der US-Konsum Pfeiler der Weltwirtschaft im Abwärtsstrudel
- Risikoszenario: Gesundheitskrise wird aufgrund von Kreditausfällen zur Finanzkrise
- Geld- und Fiskalpolitik können nichts gegen das Coronavirus ausrichten, aber Kreditausfälle verhindern
- Italien braucht wahrscheinlich europäische Finanzhilfen
- Erst wieder sinkende Ansteckungsraten dürften ein Ende der Krise signalisieren
- Bis dahin ist mit anhaltendem Stress an den Finanzmärkten zu rechnen

## Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11  
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79  
asset\_management@metzler.com  
www.metzler.com/asset-management

### Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.