



Aktienrallye in Zeiten der Corona-Rezession - ein Erklärungsversuch

Die folgenden Zeilen sind der Versuch einer Erklärung, wieso sich die Aktienmärkte im Vergleich zum Jahresbeginn 2020 auf den Niveaus befinden, auf denen sie aktuell halten.



Gehen wir zum Ausgangspunkt – dem Jahresanfang 2020:

Die **Aktienmärkte** haben eines der besten Jahre ihrer Geschichte hinter sich und konnten auf Basis eines Weltaktienindex in Euro (MSCI Daily Net TR World) eine Jahresperformance für 2019 von 30,0 % erzielen. Wenn man einige der Hauptindices der entwickelten Länder betrachtet, so bewegten sich die Erträge (in Lokalwährung) zwischen +38,9 % beim S&P 500 und +9,1 % beim Hang Seng Index. In den **Emerging Markets** war die Streuung breiter und lag zwischen +49,5 % beim Athens Stock Exchange General Index und -5,6 % beim polnischen WIG20. Die **Erwartungen an die Notenbanken waren für das Jahr 2020 durchwegs von geringen Veränderungen geprägt**. Einzig in Mexiko (-1,0 %), Brasilien (+0,8 %) und mit Abstrichen in Australien, China und Südkorea (je -0,25 %) wurden Zinsschritte durch die jeweilige Notenbank von den Marktteilnehmern erwartet. Auch die **Wirtschaftsprognosen** waren positiv für die Jahre 2020/21 und erwarteten für die USA ein Wachstum von etwa 2,0 % p. a., für die EU 1,1 % p. a. und für China 6,0 % p. a.

In einem der beiden dominanten Themen des Jahres 2019, dem **Handelskonflikt zwischen den USA und China**, war Entspannung erkennbar, da das Phase-1-Abkommen Anfang Jänner unterzeichnet werden konnte und bereits für ein weiteres Phase-2-Abkommen Absichtserklärungen abgegeben worden waren. Auch im zweiten dominanten Thema, dem **Brexit, war Bewegung im Spiel**, da der **Wahlsieg der Tories Boris Johnson** die Möglichkeit gegeben hatte, den ersten Schritt des Austritts aus der EU mit Ende Jänner 2020 zu vollziehen.



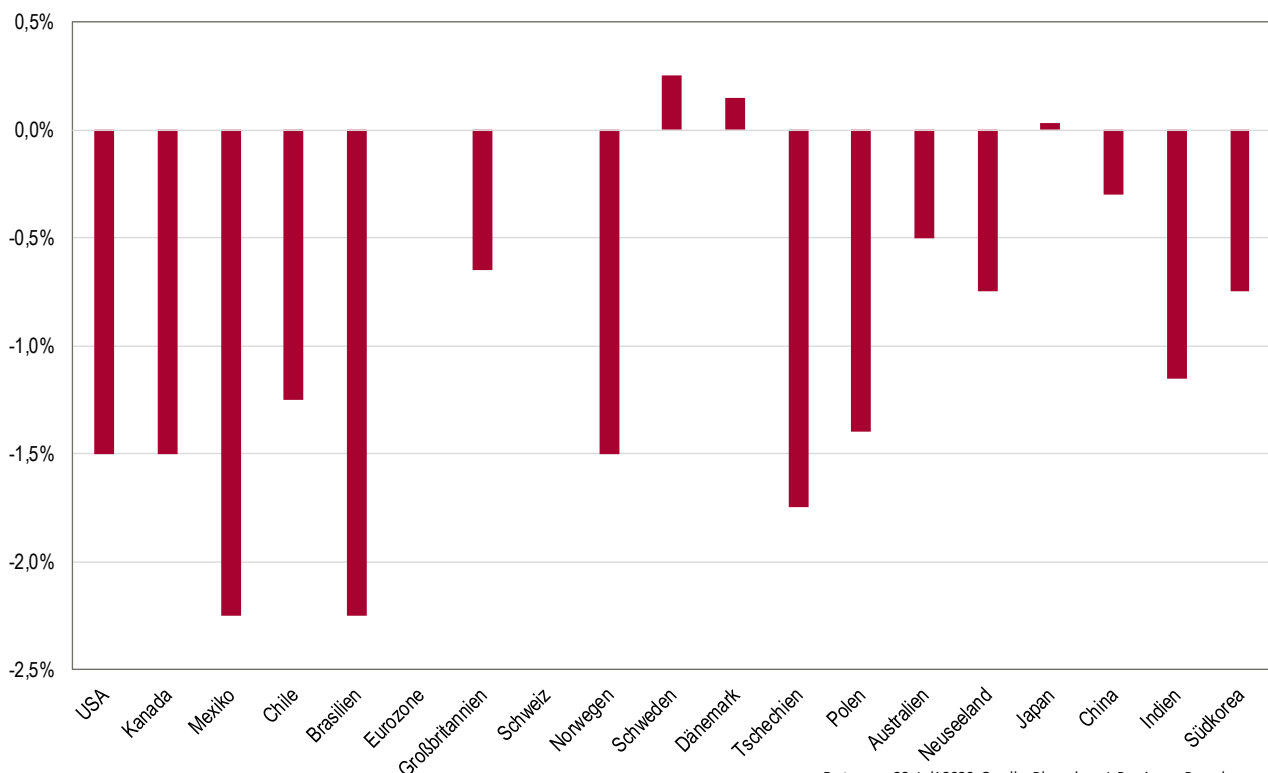
Kleine Unsicherheiten schlichen sich ein, als Mitte Jänner vermehrt Meldungen über eine neue Lungenkrankheit in China (regional beschränkt auf die Stadt Wuhan) aufkamen und die weitere Entwicklung nicht absehbar schien. Der, mit Ausnahme der chinesischen Nachrichten, relativ positiven Berichterstattung trugen auch die Aktienmärkte Rechnung und konnten im Jänner und bis zum 20. Februar großteils Gewinne einfahren.

Betrachten wir die Welt und die Weltwirtschaft aus dem heutigen Blickwinkel

Eine Pandemie hat den gesamten Erdball im Griff. Ein Szenario, das bis vor Kurzem zwar als Risiko immer wieder erwähnt wurde, aber nur von wenigen als realistisch eingeschätzt und zeitnah erwartet wurde. Seit der Ausbreitung der oben erwähnten „neuen Lungenkrankheit“ auf alle Nationen gibt es laut der John Hopkins University am Morgen des 23. Juli weltweit über 15 Mio. bestätigte Erkrankungen und knapp 625.000 Todesfälle in 188 Ländern¹.

Die meisten Nationen haben mit rigorosen Lock-downs für vier bis acht Wochen die **Wirtschaft heruntergefahren** und Ausgangsbeschränkungen für ihre Bürger implementiert. Der Flugverkehr kam zum Erliegen, die zahlreichen Grenzsperrern schränkten ebenso wie die gesperrten Unternehmen die globalen Lieferketten stark ein und die bedrohte Arbeitsplatzsituation bzw. die Ausgangssperren und Geschäftsbeschränkungen ließen den Konsum drastisch einbrechen. Bis dato ist es noch nicht gelungen – und jegliche Prognosen gehen von einem längeren Zeitraum bis dahin aus –, eine wirksame Maßnahme gegen das Coronavirus oder gar einen Schutz vor der Erkrankung zu entwickeln. Die **Bekämpfung erfolgt vor allem durch Kontaktvermeidung** und strenge Quarantäne für Infizierte und Kontaktpersonen. In Europa und Asien zeigen diese Maßnahmen zumindest vorerst bereits Wirkung, in Amerika (sowohl Nord- als auch Süd-) erreichen die Fallzahlen weiterhin neue traurige Rekorde. **Staaten, Notenbanken und multinationale Institutionen warfen jegliche Budgetvorgaben über Bord und fluteten die Wirtschaft mit Kapital** (in Form von Eigen- oder Fremdkapital) bzw. entwickelten Programme, um ihre Bürger finanziell zu unterstützen (Helikoptergeld, zielgerichtete Sozialausgaben für einzelne Bevölkerungsgruppen, Kurzarbeitsprogramme etc.). Die **Notenbanken**, die bei den Leitzinsen nicht bereits nahe der Null waren, haben ihre **Zinssätze gesenkt**, sodass heute bei den bedeutenden Wirtschaftsnationen nur mehr in Brasilien, China, Indien und Mexiko der Leitzins über 0,5 % liegt.

Veränderung Leitzins seit Jahresbeginn in Prozentpunkten



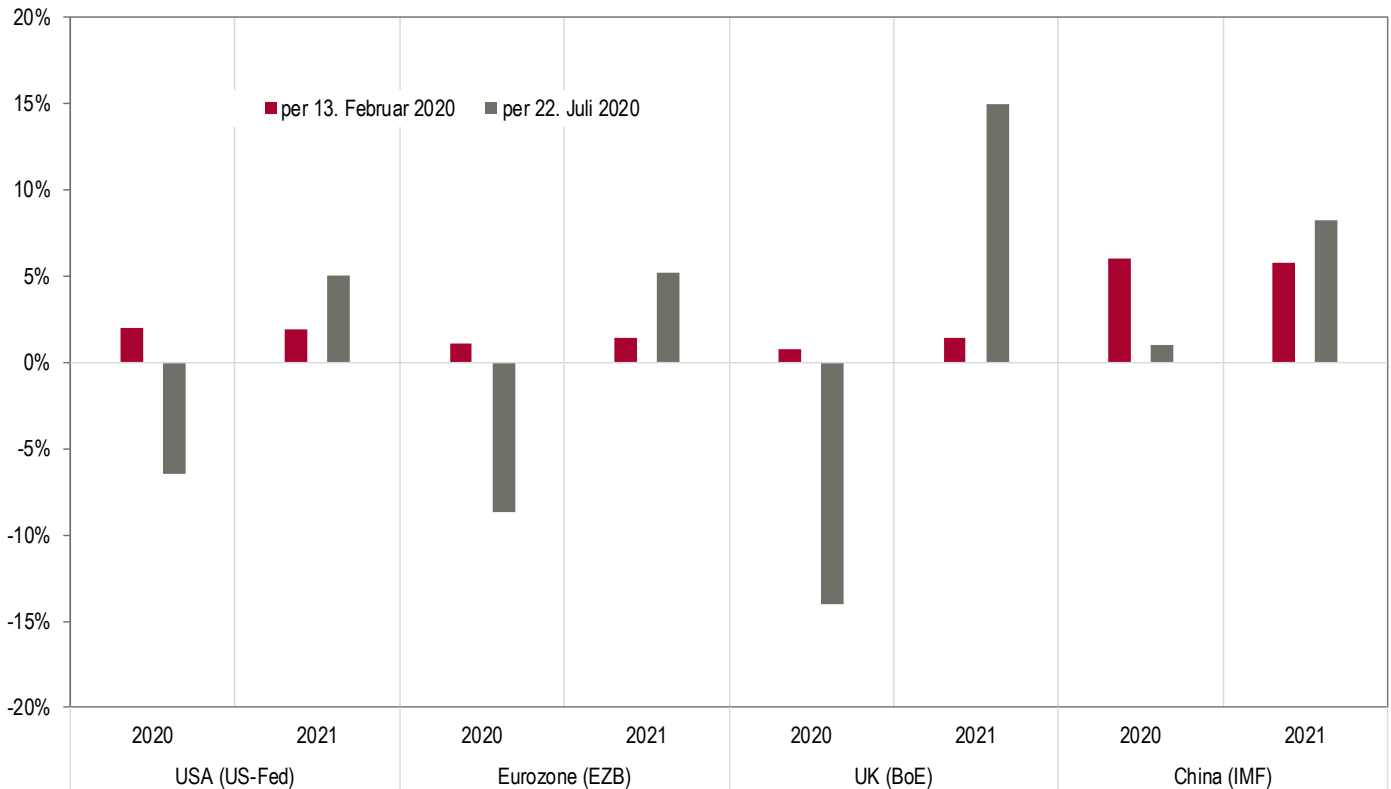
Daten per 22. Juli 2020; Quelle: Bloomberg L.P., eigene Berechnungen

¹ Quelle: <https://coronavirus.jhu.edu/map.html> – abgefragt am 23. Juli 2020 09:00



Die – in diesem Szenario mit noch mehr Unsicherheit behafteten – **Wirtschaftsprognosen wurden mehrfach nach unten revidiert** und gehen aktuell von einem Einbruch der Weltwirtschaft in der Größenordnung von etwa 8 % im Jahr 2020, aber einem Aufschwung von etwa 5,5 % in 2021 aus. In Summe ergibt dies für die **Jahre 2020/21 noch immer ein Minus von etwa 1,5 % p. a.**

Veränderung der Prognosen zur Wirtschaftsentwicklung



Daten per 22. Juli 2020; Quelle: Bloomberg L.P., eigene Berechnungen

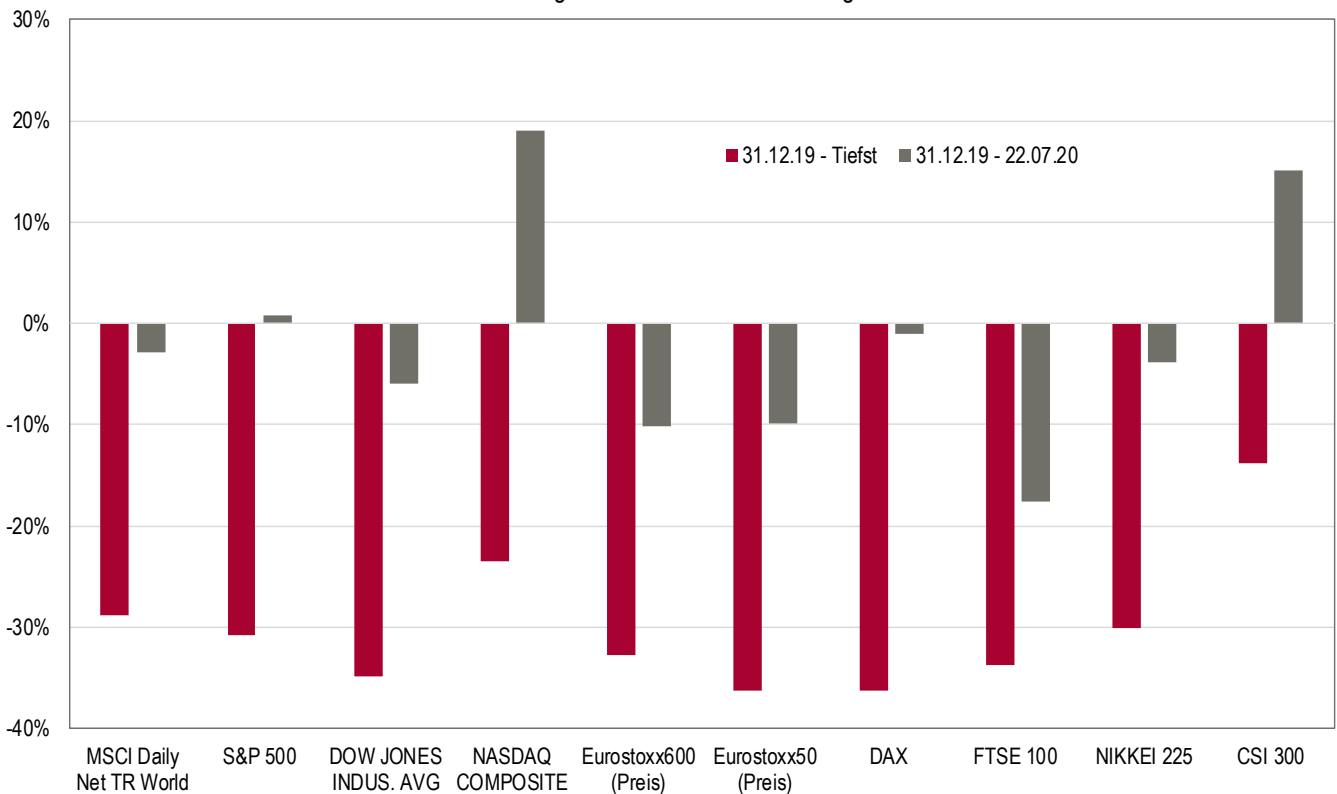
Bei den **zuvor erwähnten dominanten Themen von 2019 sind die positiven Entwicklungen verpufft**. Der Handelskonflikt USA/China hat sich wieder verstärkt, da Trump China für die Verbreitung des Virus als Schuldigen darstellt. China hat ein neues Gesetz erlassen, das die Eigenständigkeit Hongkongs zu einem guten Teil außer Kraft setzt, und auch die Territorialansprüche im südchinesischen Meer sorgen wieder für Konflikte. Die Verhandlungen über den Brexit, der am 31.12.2020 vollzogen werden müsste, befinden sich in einer Sackgasse und die Kompromissbereitschaft dürfte vor allem bei Johnson, der verkündet lässt, dass Großbritannien einen No-Deal-Brexit nicht scheuen muss, sehr gering sein. Zusätzlich gibt es Spannungen – mit inzwischen auch Todesfällen – an der Grenze zwischen Indien und China, die Türkei verfolgt ihre eigenen Ziele nicht mehr nur in Syrien, sondern auch in Libyen und die Berichtslage aus Nordkorea ist auch schwankend.

Und was machen die Aktienmärkte?

Die **großen Indices** haben sich nach dem scharfen Einbruch zwischen 25 % und 40 % (Asien teilweise geringer) **ab Mitte/Ende März wieder gut und rasch erholt**. Auf Basis des Weltaktienindex in EUR (MSCI Daily Net TR World) bedeutet das etwa 3 % unter dem Startwert des Jahres. In **Lokalwährung** berechnet, liegt ein breiter US-Index wie der S&P 500 bereits 1 % über dem Jahresendwert 2019, ein breiter Europa-Index wie der Eurostoxx 600 10 % und der japanische Nikkei 225 etwa 4 % unter dem Wert vom Ultimo 2019. Der chinesische Shenzhen 300 hingegen liegt ebenso wie die amerikanische **Technologiebörse** Nasdaq mit +15 % bzw. +19 % bereits weit über dem Startwert des Jahres.



Veränderung Aktienindices seit Jahresbeginn



Daten per 22. Juli 2020; Quelle: Bloomberg L.P., eigene Berechnungen

Wenn man sich diese Zahlen ansieht und die oben zusammengefasste Veränderung der Ausgangslage in Betracht zieht, drängt sich die Frage auf: Wie kann das sein? Wie passt das zusammen?

Offen gestanden sind auch wir verwundert, dass der **Aktienmarkt** die wirtschaftliche Realität – in der Zwischenzeit – so sehr ausblendet. Ja, es stimmt. Der Nasdaq hat von der Pandemie vorangetriebenen Technologisierung profitiert. Da waren z. B. die oft zitierten FAANG-Titel im S&P 500, die mit einer Performance zwischen 16 % und 68 % für einen Kursanstieg von knapp 5 % Prozent verantwortlich waren. Und dennoch stellt sich die Frage, ob gerade in China, das einer der weltwirtschaftlichen Hauptproduzenten und auch einer der Hauptprofiteure der Globalisierung war (und ist), **ein länger anhaltender Wirtschaftsabschwung einen derartigen Anstieg des Index rechtfertigt – auch wenn hier natürlich technologielastige Unternehmen im Index stark vertreten sind.**

Auf **Unternehmensebene** muss man davon ausgehen, dass die Gewinne bei den meisten Branchen in der nächsten Zeit nicht sprudeln werden wie zuletzt. Eine vollständige Erholung wird oftmals erst bis ins Jahr 2023 prognostiziert. In einzelnen Branchen – vor allem jenen mit Tourismusbezug – werden die Geschäftsmodelle langfristig hinterfragt werden (müssen) und Unternehmenspleiten zu erwarten sein.

Woher nehmen die Aktieninvestoren also die Zuversicht, dass ihre Veranlagung langfristig einen positiven Ertrag bringen wird, und kaufen weiterhin? Die einzige Erklärung, die sich bietet, sind die enormen **Programme der Notenbanken** – und auch der Staaten. Der Aktienmarkt scheint derzeit abgekoppelt von realwirtschaftlichen Daten und vor allem liquiditätsorientiert zu funktionieren. Ein schöner Ausdruck dafür – den Peter Brezinschek, der Chefanalyst der RBI verwendet hat – ist jener der „**Vollkasko-Gesellschaft**“⁴². Dieser Ausdruck spiegelt die momentane Situation an den Aktienmärkten gut wider.

Die Erwartung, dass die **Wirtschaft** mit **Unterstützung** verschiedenster **nationaler und multinationaler Organisationen** – allen voran die jeweiligen **Notenbanken** – gestützt wird, dass die Krise rasch in einem zumindest **U-förmigen Verlauf** enden wird und dass der Investor gegebenenfalls auf weitere Kapitaleinschüsse (Aktienkäufe?) vertrauen kann, ist derzeit die **treibende Kraft für die Performance der Märkte**.

Wundersamerweise ist es so, dass die Investoren am **Rentenmarkt** aber noch nicht mit einer derartigen Zuversicht investieren und die Spreads weiterhin auf erhöhtem Niveau verharren – das sieht man speziell am Unternehmensanleihenmarkt, auf dem man als **Fremdkapitalgeber gegen Markteinbrüche besser geschützt** ist als am Aktienmarkt als Eigenkapitalgeber, da man schon aus einer vorgegebenen Laufzeit nur im Falle einer Unternehmenspleite einen Verlust wegstecken muss.

Spricht diese Gemengelage jetzt für ein Aktieninvestment? Schwer zu sagen, ...

... ob die Welt eine großartige andere wird als vor Corona. Das kann man bezweifeln – langfristig wird die Wirtschaft schon wieder das Niveau von 2019 erreichen und übersteigen.

... ob die Notenbanken (und andere) kurzfristig die Liquidität aus dem Markt nehmen und/oder die Zinsen anheben. Davon kann man nicht ausgehen.

... ob die Aktienmärkte weiterhin nur noch von Liquidität und Alternativlosigkeit getrieben werden und realwirtschaftliche Daten und Entwicklungen keinen Einfluss darauf haben. Daran mag man sehr zweifeln!

Beitrag von: Thomas Odehnal

